

SOCIÉTÉS de PLACEMENT
et
SOCIÉTÉS de CONTROLE

Essai sur le rôle comparé
des INVESTMENT TRUSTS et des HOLDINGS

THÈSE

SOUTENUE

DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE LYON
POUR LE DOCTORAT EN DROIT

PAR

Pierre CHARIGNON

Ancien Elève de l'École Polytechnique



LYON

BOSC Frères, M. et L. RIOU

IMPRIMEURS-ÉDITEURS

—
1932

**SOCIÉTÉS DE PLACEMENT
ET
SOCIÉTÉS DE CONTROLE**

UNIVERSITÉ DE LYON - FACULTÉ DE DROIT

SOCIÉTÉS de PLACEMENT
et
SOCIÉTÉS de CONTROLE

Essai sur le rôle comparé
des INVESTMENT TRUSTS et des HOLDINGS

THÈSE

SOUTENUE

DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE LYON
POUR LE DOCTORAT EN DROIT

PAR

Pierre CHARIGNON

Ancien Elève de l'Ecole Polytechnique



LYON

BOSC Frères, M. et L. RIOU

IMPRIMEURS-ÉDITEURS

—
1932

UNIVERSITÉ DE LYON - FACULTÉ DE DROIT

Professeurs honoraires :

MM. APPLETON (Charles), ✱, ✱ I.
APPLETON (Jean), O. ✱, ✱ I.

Professeurs

MM. JOSSERAND, ✱, ✱ I., Doyen, Professeur de *Droit civil*.
PIC (Paul), ✱ O., ✱ I., Professeur de *Droit international public*.
LAMBERT, ✱, ✱ I., Professeur de *Droit comparé*.
LAMEIRE, ✱, ✱ I., Professeur de *Droit constitutionnel*.
LÉVY, ✱, ✱ I., Professeur de *Droit civil*.
GONNARD, ✱, ✱ I., Professeur d'*Economie politique*.
ANTONELLI, ✱, ✱, ✱ I., Professeur d'*Histoire des doctrines économiques*.
PERROUD, ✱, ✱ I., Professeur de *Procédure civile*.
COHENDY (Georges), ✱ I., Professeur de *Droit commercial général*.
GARRAUD (Pierre), ✱, ✱, Professeur de *Droit criminel*.
ROUBIER, ✱, Professeur de *Droit civil*.
FALLETTI, Professeur de *Droit Romain*.
LAMBERT (Jacques), Professeur chargé des institutions internationales de la Paix.
DE LAPLANCHE, Professeur d'*Histoire de Droit*.
NICOLAS, Professeur de *Droit administratif*.

Agrégés

MM. PHILIP, chargé de cours d'*Economie politique*.
PERROUX (François), *Science des Finances*.

Chargé de cours

M. CONDOMINE, ✱ A., *Droit civil* (Capacité, 1^{re} année).

Secrétariat

M. DUBROCA, ✱ A., secrétaire.



MEMBRES DU JURY

M. GONNARD, Professeur à la Faculté de Droit, *président*.
M. PIC, Professeur à la Faculté de Droit.
M. PHILIP, Agrégé à la Faculté de Droit. } *assesseurs*.

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

SOCIÉTÉS DE PLACEMENT ET SOCIÉTÉS DE CONTROLE

Introduction et plan

De toutes les questions économiques touchant l'organisation de la production, celle de la *concentration* de l'industrie est peut-être la mieux connue, parce qu'elle a été une des plus étudiées. De nombreux auteurs ont présenté dans son ensemble ce mouvement qui entraîne presque irrésistiblement l'industrie contemporaine, pour aboutir à un monopole de fait au profit d'un petit nombre d'industries ou de grands commerces puissamment armés pour la lutte économique.

Les causes d'un tel mouvement sont bien connues, et il nous suffira de les rappeler ici très brièvement. Ce sont, d'une part, la nécessité d'opérer les rassemblements d'hommes et surtout de *capitaux* qu'exige un machinisme coûteux ; d'autre part, la supériorité des grandes entreprises pour soutenir efficacement la concurrence sur le terrain de la production et de la vente.

Quant aux *phénomènes généraux* — économiques,

sociaux, politiques même — qui accompagnent la concentration industrielle, conjuguée avec le développement prodigieux de la *Société anonyme* sous tous les aspects que revêt cette formule d'une merveilleuse souplesse, ils ont, eux aussi, retenu longuement l'attention des économistes, voire des moralistes.

Mais peut-être s'est-on moins occupé, jusqu'ici, des *manifestations financières* de ce mouvement de concentration, et de la complexité croissante, allant même parfois jusqu'à un enchevêtrement inextricable, qui en résulte dans le domaine capitaliste.

Si l'on observe que, depuis la guerre, la *facilité des échanges monétaires*, en crédits ou en devises, s'est considérablement accrue ; si l'on tient compte, en outre, de la démocratisation des valeurs mobilières, aujourd'hui répandues dans toutes les classes de la Société, et de la *mobilité de l'épargne* qui en est la conséquence ; si l'on veut bien reconnaître, enfin, l'insuffisance ou l'imprécision de la *terminologie* trop souvent employée pour qualifier l'immense et confuse floraison d'organismes financiers qui, dans tous les pays, s'est manifestée depuis une douzaine d'années, — on mesure toutes les difficultés que rencontrent actuellement, non pas seulement l'épargnant moyen, *l'homme de la rue*, comme disent les Anglo-Saxons, mais même les capitalistes déjà avertis, pour se faire une idée juste du caractère des innombrables entreprises, tant nationales qu'étrangères, qui sollicitent leurs capitaux.

Voici, notamment, 3 noms : *Trust, Investment Trust, Holding*, qui s'emploient couramment, aujourd'hui, pour désigner de fortes *concentrations de capitaux*.

sous la forme de sociétés anonymes. Chacun d'eux ne devrait-il pas être réservé à un type bien distinct d'entreprise ? Nous chercherons précisément — et ce sera l'objet de la première partie de notre travail — à établir une démarcation aussi nette que possible entre les trois institutions ci-dessus. Après quoi, laissant de côté les trusts, sur lesquels de nombreuses et savantes études ont été publiées depuis une quarantaine d'années (1), nous nous attacherons spécialement aux Investment Trusts et aux Holdings; et notre seconde partie, qui sera de beaucoup la plus longue, tentera un parallèle entre ces 2 types de sociétés, au double point de vue des intérêts particuliers de l'épargne et de la prospérité économique en général. Enfin, nous dirons, dans une troisième et dernière partie, pourquoi et comment la législation française devrait, à notre sens, faire une place à part aux Investment Trusts et aux Holdings, en s'inspirant de ce qui existe dans certains pays étrangers.

(1) Une des plus récentes est le « Traité théorique et pratique des Trusts (en droit interne, en droit fiscal et en droit international) », de M. Pierre Lepaulle. Chez Rousseau et Cie, Paris, 1932.

PREMIÈRE PARTIE

Trois formes voisines de la Concentration industrielle et financière : Trusts, Investment Trusts, Holdings

CHAPITRE PREMIER

Les Trusts Aperçu économique

Il ne serait pas difficile de citer des cas où, *en fait*, toute une production se trouve aujourd'hui concentrée, dans un pays donné, entre les mains d'une seule et unique entreprise particulièrement riche et puissante ; dans maintes autres circonstances, il arrive que 2 ou 3 sociétés industrielles de grande envergure se partagent le marché *mondial* d'un produit déterminé.

A cet égard les Etats-Unis, et aussi l'Allemagne, sont riches d'exemples typiques ⁽¹⁾ ; qui ne connaît, par exemple, le « trust » américain du pétrole ou le « trust » allemand des matières colorantes ?

Mais il est moins facile de préciser les caractères qui

(1) Voir, notamment, John T. Flynn : « Investment Trusts gone wrong ». New-York, 1930, pp. 141 sqq.

Voir aussi, *infra* (p. 10), la note sur les « Vereinigte Stahlwerke » et, (p. 11), la note sur l'« Interessen Gemeinschaft Farben Industrie (I. G.) ».

permettent d'attribuer à une entreprise donnée, industrielle ou commerciale, ce qualificatif de « trust » par lequel nous venons de désigner la « Standard Oil Co (New Jersey) » (2) et l'« Interessen Gemeinschaft Farben Industrie ». C'est qu'en effet le mot en question a aujourd'hui une signification assez incertaine. Il englobait à l'origine, dans les pays anglo-saxons, toutes les applications qu'on peut faire du principe d'un contrat de longue durée par lequel la gestion de certains biens est confiée à un gérant, le « trustee » (3), qui a la *libre gestion* de ces biens dans les limites du contrat et jusqu'à l'expiration de celui-ci. Lorsque cette gérance était confiée, à une société anonyme (« corporation »), les statuts de la société devenaient le *contrat de trust* (« trust deed »), et les titres de la société étaient ainsi la représentation négociable des biens mis en trust, de sorte qu'on en arriva insensiblement à désigner la société elle-même sous le nom de Trust (4). Avec cette dernière acception, le mot

(2) La « Standard Oil Co (New-Jersey) », dont l'origine remonte à 1867, n'a plus, depuis 1911, le caractère d'un Trust proprement dit. C'est plutôt une Société de contrôle. Mais elle fut pendant de nombreuses années le prototype du grand Trust américain.

Son capital, fixé en 1882 à 3.000.000 \$ (chiffre autorisé), est aujourd'hui, depuis 1927, de 750.000.000 \$ (chiffre autorisé). Il est divisé en 30 millions d'actions de 25 \$, dont 25.418.968 étaient émises à la date du 31 décembre 1930.

(3) « Trustee », mot anglais dérivé d'un mot de vieux français, signifie « dépositaire », ou, plus exactement, « fidéicommissaire ».

(4) Dans son ouvrage capital intitulé « Investment Trust Organization and Management » (New-York, 2^e édition, Ronald Press, 1929), le Docteur Robinson (Leland Rex) expose les différences techniques existant, aux Etats-Unis, entre une « corporation », un « trust » ordinaire, une « trust company », un « common law trust » ou « Massachusetts trust », etc.

Nous ne pouvons que renvoyer le lecteur à l'ouvrage en question.

Trust a repassé en France où son emploi a été généralisé à tel point que, dans le langage courant, on applique souvent le qualificatif de Trust à *n'importe quel* organisme industriel ou commercial pourvu qu'il soit *assez grand et puissant* pour frapper l'imagination.

*
**

Nous ne saurions ici nous contenter de cet à peu près. Pour préciser ce que c'est qu'un Trust, au sens large et actuel du mot, nous dirons que c'est une entreprise (en fait, une société anonyme) résultant de la *fusion* de deux ou plusieurs entreprises *similaires*, fusion réalisée dans le but d'obtenir le *monopole* de telle ou telle opération industrielle ou commerciale.

Ainsi, d'après nous, les entreprises dont la fusion constitue le Trust ont-elles perdu à son profit toute autonomie, toute individualité. Elles sont, pour ainsi dire, *immergées* dans l'entreprise finale, *submergées* par elle, d'où le nom de « merger » donné parfois aux Etats-Unis aux concentrations industrielles du type trust. On pourrait dire aussi qu'elles se sont *amalgamées* entre elles (« amalgamations » disent les Américains), qu'elles sont *incorporées* les unes aux autres (« corporations »). Elles sont désormais entièrement *solidaires* les unes des autres (« consolidations »); soumises aux mêmes risques, elles partagent le même *sort* (« consortium », disent les Latins) (5).

(5) Techniquement parlant, une « merger » comporte l'*absorption* d'une Société (the merged company) par une autre (the merger company), tandis qu'une « consolidation » comporte la *fusion* de deux (ou plusieurs) Sociétés en une nouvelle Société (the consolidated company).

Notons tout de suite que le monopole — qui est un des objectifs du trust — est en fait plus souvent relatif qu'absolu. Il s'étendra, en pratique, plus ou moins complètement, sur une contrée, sur un pays, parfois sur un continent, rarement sur le monde entier. C'est ce qui permet à M. P. Reboud, par exemple — dans le parallèle qu'il trace entre les trusts et les cartels (6) — de dire que « le monopole n'est pas *de l'essence* d'un trust, comme il l'est d'un cartel ». Il ajoute d'ailleurs, comme pour atténuer cette affirmation, que « les premiers trusts ont tous visé au monopole » et il en donne comme exemple la Standard Oil Co, déjà citée.

*
**

Le trust est *horizontal* quand les entreprises qui le constituent fabriquaient, avant la fusion, un même produit ou des produits semblables. *L'intégration* horizontale, ou *en largeur*, est donc caractérisée par la simultanéité (théorique) des opérations assurées par le trust.

Les « Vereinigte Stahlwerke » (Trust allemand de l'acier) (7) fournissent un bon exemple de cette intégration.

Le trust est *vertical* quand les productions des diverses entreprises constitutives sont complémentai-

(6) Précis d'Economie politique, 1929, tome I, p. 263.

(7) Les « Vereinigte Stahlwerke » (Aciéries réunies), à Düsseldorf, ont un capital de 800.000.000 marks-or ; elles produisent 26 millions de tonnes de houille par an (ce qui correspond à 47 % de la production totale de la France) et 7 millions de tonnes d'acier (soit 43 % de la production totale de l'Allemagne, ce qui correspond à 72 % de la production française).

res, chacune de ces entreprises fournissant aux autres, ou recevant d'elles, quelque élément du produit fini. On est alors en présence du phénomène de l'*intégration verticale* ou *en profondeur* : les opérations du trust se succèdent (théoriquement) dans le temps. C'est ainsi que la « Royal Dutch » (8) — comme d'ailleurs toutes les grandes entreprises pétrolifères — extrait le pétrole brut, l'amène à la côte au moyen de pipe-lines, le transporte dans des raffineries où sont produites toutes les gammes des produits vendables, et apporte enfin ces derniers à tous les pays consommateurs par le moyen de sa flotte spéciale.

Mais le trust peut être à la fois horizontal et vertical, et c'est même le cas le plus fréquent, tant est complexe l'économie industrielle d'aujourd'hui, où il est bien difficile d'établir des distinctions nettement affirmées. Voici, par exemple, le trust américain des machines pour la cordonnerie, la « United Shoe Machinery Corporation », qui groupe à la fois des mines de charbon, des tanneries, des fabriques d'instruments pour l'industrie de la chaussure, etc. Voici encore le fameux Trust allemand des matières colorantes connu sous le nom de I. G. (9).

(8) La « Royal Dutch » est la « Société Royale Néerlandaise pour l'exploitation des sources pétrolifères dans les Indes Néerlandaises ». Son capital autorisé est de 1 milliard de florins. Avec sa filiale, la « Shell » (The Shell Transport and Trading Company), elle constitue le puissant *trust anglo-hollandais du pétrole*, dont l'actif global dépasse largement 10 milliards de francs français.

(9) L'I. G. (Interessen Gemeinschaft Farben Industrie, Aktien Gesellschaft, c'est-à-dire : Communauté d'intérêts de l'Industrie des Matières colorantes, Société anonyme) est au capital actuel de 713.717.000 marks-or. Elle groupe 84 fabriques, dont voici la décomposition :

13 fabriques de matières colorantes ;

*
**

Il ne nous paraît guère douteux qu'aucune entente industrielle — cartel, konzern, communauté d'intérêts, comptoir, syndicat, etc. — ne saurait, aussi efficacement que le trust, *organiser* la production, la *rationnaliser*, pour employer un néologisme à la mode. Qu'il s'agisse en effet de contingenter la production, ou de fermer certaines usines pour ne laisser subsister que les mieux placées (« dismantling »), de manière à éviter que le marché soit submergé, ce qui aurait pour résultat d'entraîner un avilissement des prix mortel pour le producteur ; qu'il s'agisse, au contraire, mais dans un but analogue, d'accroître la consommation, par des campagnes de publicité, ou par des réductions du prix de vente ; qu'il s'agisse d'organiser un bureau d'études, de recherches, de statistique, de propagande ; qu'il s'agisse enfin de la répartition des commandes, — le trust l'emporte généralement sur toute autre organisation, du fait même de l'unité absolue de direction, de la coordination parfaite de tous les rouages, de la division du travail poussée au maximum... qu'il permet d'obtenir. Sans doute, des conditions de production trop diverses, des questions de personnes, des susceptibilités nationales, des difficultés d'ordre légal, peuvent empêcher momentanément que plusieurs en-

7 fabriques de soie artificielle;
9 fabriques d'engrais;
5 fabriques de produits chimiques divers;
15 fabriques d'explosifs;
4 fabriques de couleurs minérales;
5 fabriques de gaz comprimés;
3 fabriques de textiles;
et 23 exploitations houillères, produisant la houille et ses dérivés, le lignite, l'essence synthétique, etc.

entreprises groupées forment un trust au sens propre du mot. Il n'en reste pas moins vrai que, dès que les circonstances le permettent, l'*entente* évolue vers une union plus étroite. Souvent, les entreprises qui seront ainsi groupées paraîtront avoir conservé leur autonomie, parce qu'elles auront gardé une individualité juridique. Nous reviendrons longuement sur ce point dans notre seconde partie en parlant des Holdings. Disons tout de suite, cependant, qu'en pareil cas, cette indépendance sera beaucoup plus apparente que réelle. Elle ne sera que de la *décentralisation*, chose à peu près indispensable dans un organisme très étendu et très compliqué, donc très lourd. Et c'est en fait un groupe, parfois un seul homme, quelque hardi capitaine d'industrie, qui mènera l'affaire. Ainsi l'unité de direction sera-t-elle sauvegardée, malgré les apparences.

*
**

S'il était besoin, en terminant ce court chapitre sur les trusts, de donner quelque exemple d'un vrai trust, au sens précis du mot, nous ne saurions mieux faire, croyons-nous, que de citer le *Trust chilien du nitrate de soude*. Constituée en avril 1931 au capital de 3 milliards de piastres (soit 75 millions de £, c'est-à-dire à l'époque près de 9 milliards 1/2 de francs français), la *Cosach* (Compagnie des Salpêtres du Chili) résulte de la fusion — sous le patronage et avec la participation du gouvernement chilien — de presque toutes les entreprises productrices de nitrate de soude du Chili, réunies en vue de lutter contre la concurrence des ni-

trates et des engrais ammoniacaux synthétiques (fabriqués principalement en Allemagne). Et comme le nitrate de soude naturel ne se trouve qu'au Chili, la Cosach, dont la capacité de production représente 95 % du total, se trouve avoir ainsi le monopole mondial de ce fertilisant ⁽¹⁰⁾.

(10) *L'Engrais*, n^{os} du 27 février et du 14 août 1931.

CHAPITRE II

Les Investment Trusts Aperçu historique et financier

Comme le Trust, tel que nous venons de le définir, l'Investment Trust réalise une forte concentration de capitaux dans une même entreprise (qui, le plus souvent, est une société anonyme) ; comme lui, il comporte un « investissement » de ces capitaux dans des valeurs mobilières, à savoir les titres mêmes émis par l'entreprise en cause.

Cependant, l'objet et le but de l'Investment Trust sont, ainsi que nous allons le voir, si différents de ceux du Trust, que, pour notre part, nous souhaiterions voir l'expression « Investment Trust » remplacée par celle de « Investment Company », de même que l'on dit, en français, « Société de placement », et, en allemand, « Anlagegesellschaft » (1).

(1) Tel n'est pas cependant l'avis du Docteur Leland Rex Robinson, le grand spécialiste américain de la question, que nous avons déjà cité. Voici ce qu'il écrit à ce sujet (*op. cit.*, p. 10) :

« Quelques écrivains ont suggéré que le terme « investment

La Société de placement ne se présente pas du tout, en effet, comme une entreprise *industrielle* ou *commerciale*, à tendance monopolisatrice. C'est une institution purement financière, s'interposant entre les Sociétés proprement industrielles et le public, dans le but d'épargner à celui-ci les risques et de le décharger des soucis inhérents à la possession des valeurs mobilières, tout en lui procurant un rendement intéressant pour ses capitaux. Pour ce faire, les Sociétés de placement « emploient leur propre capital social à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières qu'elles gèrent au mieux des intérêts de leurs actionnaires » (2).

« trust » n'est pas une appellation satisfaisante, et qu'il devrait « être remplacé par le suivant « security investment company ». « Il semble, cependant, qu'il n'y a pas de raison valable pour « changer la dénomination adoptée depuis si longtemps pour les « organismes financiers et sociétés de ce type. Les appeler « investment trust companies » ou simplement « investment companies », c'est perdre de vue ce fait que... plusieurs d'entre eux « ne sont pas des « corporations » ou « companies », au sens « technique de ces mots, mais se sont constitués, au contraire, « sous la forme technique du trust. En employant le terme « investment trust », cependant, il est nécessaire de se souvenir « qu'il existe 2 types distincts : un type « incorporated » et un « autre groupe, moins vaste, constitué sous les règles légales du « trust. »

M. Druart (Belge) estime qu'on peut conserver le mot trust à condition de traduire en français « Investment trust » par « Société fiduciaire de placement », car le mot trust implique une idée de confiance, qu'il convient d'exprimer.

M. Gaël Fain (Français) emploie volontiers l'expression « Compagnie (ou Société) de placement à risques divisés ».

Avec M. Christian Lazard, qui est l'un des financiers français les mieux renseignés sur les Investment Trusts, nous retiendrons la dénomination simplifiée de « Société de placement » qui nous paraît suffisante.

(2) Extrait de l'exposé des motifs du projet de loi déposé par le Gouvernement français, le 14 novembre 1930, sur le Bureau de la Chambre des Députés (n° 4051).

C'est au lendemain de la crise qui s'abattit en 1847 sur les premières grandes Entreprises de Chemins de fer et qui avait, dans bien des cas, ruiné les petits épargnants, que furent créés les ancêtres des Sociétés de placement actuelles. On raconte ⁽³⁾ que le mérite de la première conception de ces Sociétés revient à un jeune Ecossais, M. Robert Fleming. Celui-ci s'était rendu compte, au cours d'un voyage aux Etats-Unis effectué aux environs de 1860, qu'il était possible d'acquiescer dans ce pays des obligations ferroviaires gagées, de premier ordre, rapportant de 6 à 8 %. Or, il était alors difficile de tirer des meilleures valeurs anglaises à revenu fixe un revenu dépassant 3 %. M. Fleming imagina de tirer parti de cet état de choses en « investissant » aux Etats-Unis l'ensemble des capitaux que lui avaient confiés individuellement quelques-uns de ses amis Ecossais et Anglais en lui demandant de les faire fructifier. Ainsi lui devenait-il possible, en achetant un grand nombre de valeurs, de composer un portefeuille où les risques fussent suffisamment bien répartis pour pouvoir se compenser, combinaison qui présentait plus de garanties et de meilleures chances pour le groupe de ses amis que s'il avait dû procéder à l'achat d'un tout petit nombre de valeurs pour cha-

On trouvera en annexe, à la fin du volume, le texte complet de ce projet de loi, dû principalement aux travaux de M. Albert P. de Mirimonde.

(3) Voir *la Revue Politique et Parlementaire* du 10 novembre 1929 : « Les Investment Trusts », par Abel Lévi.

Voir aussi le numéro du 21 décembre 1929 de *l'Economiste Français*, qui rend compte (pp. 771 sqq.) de la séance du 5 décembre 1929 à la Société d'Economie politique de Paris, où M. Gaël Fain a fait un exposé sur « Les Compagnies de placement en Angleterre, aux Etats-Unis et en Europe ».

cun d'eux isolément. — Division des risques ; arbitrages basés sur des taux différentiels d'intérêt ; utilisation des possibilités qu'offrent des placements judicieux à l'étranger — nous trouvons en germe, dans la tentative du jeune Fleming, la plupart des grands principes que les Investment Trusts anglais devaient observer par la suite.

*
**

Quoi qu'il en soit de l'origine exacte des Investment Trusts anglo-saxons, nous devons constater qu'en l'année 1849 apparaît, *en Suisse*, une entreprise ayant pour objet unique de placer les capitaux qui lui seraient confiés par le public : c'est la Société dénommée « Omnium. Société civile genevoise d'emploi de fonds ». Puis, en 1863, se créent *en Angleterre* deux Sociétés (la « London Financial Association » et la « International Society ») qu'on considère généralement comme les ancêtres des Investment Trusts. Ces Sociétés avaient cependant pour objet essentiel de faire des prêts aux Compagnies de Chemins de fer, lesquelles leur remettaient en nantissement un certain nombre de leurs propres actions. Une telle spécialisation du portefeuille présentait de graves inconvénients qui se révélèrent presque aussitôt : le gage constitué ne pouvait guère être réalisé, parce que des ventes massives de valeurs de même catégorie auraient déterminé un effondrement des cours. De plus, la chute de diverses Sociétés ferroviaires entraîna des pertes sévères. L'ex-

périence montrait la justesse de la conception de Robert Fleming : il fallait *morceler les placements pour obtenir la compensation des risques*. Aussi, dès 1868, les fondateurs du « *Foreign and Colonial Investment Trust* » (4) promettaient-ils à leurs actionnaires de répartir leurs emplois de fonds entre des valeurs métropolitaines, coloniales et étrangères très diverses. Et les statuts de la nouvelle Société précisait déjà fort explicitement la raison d'être et les conditions de fonctionnement des Investment Trusts, à savoir : « donner au détenteur d'un petit capital les avantages que possède le gros capitaliste, en diminuant le risque inhérent aux placements en titres (mobiliers)... par une répartition du placement entre un grand nombre de valeurs différentes et en mettant de côté une portion des revenus pour rembourser le capital originaire ».

A partir de 1879, la formule « Investment Trust » s'implante vigoureusement en Angleterre et en Ecosse. En 1888, elle y a conquis définitivement droit de cité, et, dès lors, on assiste à toute une éclosion d'Investment Trusts britanniques. Ils étaient 15 en 1888, 19 en 1889, 55 en 1890 — année où le trop célèbre krach Baring amena une chute brutale des cours à la Bourse de Londres et porta de ce fait aux Investment Trusts un coup violent, faisant subir à leur portefeuille des pertes très sérieuses (plus de 30 % en moyenne).

La convalescence après une telle crise fut longue (5).

(4) Louis Janin. « Les Sociétés de participation au point de vue économique », p. 39. Sirey, Paris, 1928.

(5) Pujo. « La gestion des portefeuilles et les Sociétés de placements », p. 314. Pichon, Paris, 1931.

Lentement, les anciennes entreprises — celles qui n'avaient pas été emportées dans la tourmente — pansèrent leurs blessures, et elles étaient devenues, à la veille de la guerre de 1914, un élément des plus importants du marché britannique. On comptait déjà, à cette époque, environ 80 Investment Trusts qui eussent un capital égal ou supérieur à 1 million de £.

Pendant la guerre, tout en souscrivant largement aux emprunts du gouvernement anglais, les Investment Trusts mettent à sa disposition leurs valeurs américaines. Leurs titres baissent en Bourse jusqu'en 1921, mais ne cessent ensuite de remonter jusqu'en 1930. De nouvelles Sociétés se créent et le public réserve à leurs émissions le meilleur accueil. C'est ainsi que les émissions totales des Investment Trusts britanniques atteignirent, en 1928, 31.450.000 £, dépassant celles de 1926 et 1927 réunies. Actuellement, il existe plus de 150 de ces Investment Trusts — parmi lesquels certains ont un capital correspondant à près d'un milliard de francs français, et une centaine d'autres un capital de plus de 500.000 £. Dans l'ensemble, ils représentaient en 1931 un capital de 220 millions de £, soit (en comptant la £ à 100 francs) 22 milliards de francs, et leurs placements atteignaient un total d'environ 1 milliard de £ (soit 100 milliards de fr.) (6). L'un des plus importants et des mieux dirigés est l'*Industrial and General Trust*, fondé en 1889, dont le capital actuel est de 6 millions de £. M. Christian Lazard

(6) Gaël Fain, d'après *The Economist* (dans *l'Information* du 28-4-31).

en parle avec détails dans *la Revue des Deux Mondes* (n° du 1^{er} février 1931) et nous ne saurions mieux faire que de renvoyer le lecteur à cette magistrale étude. Signalons seulement qu'en 1896 s'est fondé à Londres un organisme d'études appelé la « British Trusts Association Ltd », dont les Investment Trusts sont actionnaires et qui a pour objet non seulement de les renseigner sur les affaires intéressantes et l'opportunité de tel ou tel placement, mais encore de leur permettre de réduire au minimum leurs frais généraux (7).

*
**

S'inspirant du modèle britannique, des Sociétés de placement se sont constituées hors du Royaume-Uni, surtout dans trois pays où, depuis la guerre, d'abondantes disponibilités se sont trouvées entre les mains du grand public : les Etats-Unis, le Canada et le Japon.

Dans ce dernier pays, assez nombreuses sont, aujourd'hui, les Sociétés qui jouent le rôle d'une Société de placement ; citons, par exemple, la plus ancienne d'entre elles, la « Mitsui Trust Company ». Mais ces Etablissements — qu'on appelle « Shintaku Gaisha », expression qui correspond assez bien au mot « Trustee » — participent à la fois de l'Investment Trust et de l'Etablissement de crédit (8) : ils ressemblent donc

(7) Au début de 1930, la British Trusts Association groupait 125 Investment Trusts. Pour l'ensemble de ces Investment Trusts, les frais généraux ne dépassaient pas 4 p. 0/00 du capital engagé, taux remarquablement faible.

(8) Voir *la Vie Financière* du 10 mars 1928, citée par L. Janin, *op. cit.*, p. 52.

plutôt aux Banques d'affaires que nous retrouverons plus loin (9).

Au Canada, plusieurs Investment Trusts importants se sont créés depuis une dizaine d'années. Citons, par exemple, la « *Canadian General Securities Co Ltd* », de Toronto, avec ses 4 filiales : le « *First Canadian General Investment Trust* », constitué en 1927 ; le « *Second Canadian General* » (1928) ; le « *Third Canadian General* », dont les actions ont été placées en Angleterre principalement par l'intermédiaire d'une autre filiale, anglaise celle-ci, la « *Canadian General Securities (England) Ltd* » ; et le « *Fourth Canadian General* ».

Aux Etats-Unis, dès 1915, on note la création de Sociétés chargées d'orienter l'épargne grandissante vers les placements en valeurs mobilières, notamment en titres de Sociétés étrangères. D'ailleurs, ces Sociétés étaient plutôt des organismes de financement que des Sociétés de placement au sens où nous entendons cette expression. Parmi elles, citons, avec M. Pujo (10) :

l'*American International Corporation* (1915) ;

l'*American Foreign Securities Company* (1919) ;

la *Foreign Trade Financing Corporation* (1919) ;

la *Foreign Bond and Share Corporation* (1919).

En 1920, l'« *Overseas Securities Corporation* » se fonde avec un objet plus voisin de celui des Sociétés de placement proprement dites, et, à partir de 1921, apparaissent de vraies Sociétés de ce type. Ce sont l'« *International Securities Trust of America* » (1921),

(9) Voir *infra*, p. 62.

(10) Pujo, *op. cit.*, pp. 325 sqq.

l' « Eastern Bankers Corporation » (1922), le « Bond Investment Trust » (1923), etc.

En 1923, les Etats-Unis comptent 15 Investment Trusts ; ce nombre passe à 27 à la fin de 1924, à 48 en 1925, à 69 en 1926, à 150 en 1927, à 414 en 1928, à 608 en 1929-30... Rarement on vit pareil engouement.

Parallèlement, le volume des émissions des Investment Trusts américains s'élevait rapidement, de 15 millions de dollars en 1923 à 150 en 1925, 300 en 1926, 891 au 31 décembre 1928, et 2.841 (soit près de 70 milliards de francs) en avril 1930, ce dernier total se décomposant ainsi : 2.501 millions de dollars d'actions et 340 millions de dollars d'obligations.

« Il est bien évident » — écrit à ce sujet M. Christian Lazard ⁽¹¹⁾ — « qu'un essor aussi prodigieux ne « peut s'expliquer que par des raisons profondes. Si « l'étonnante floraison des Sociétés de placement amé-
« ricaines a rencontré pendant 4 ans ce succès sans
« précédent, c'est qu'aux Etats-Unis le nombre des ca-
« pitalistes avait plus que décuplé depuis la guerre.
« On estimait, en 1914, à 500.000 le nombre des Amé-
« ricains détenteurs de valeurs mobilières. En 1928,
« certains auteurs l'estimaient à 15 millions, d'autres à
« 20 millions de personnes, parmi lesquelles une foule
« d'ouvriers, de salariés et de femmes qui cherchaient
« à faire fructifier leurs économies. A toute cette
« classe de nouveaux capitalistes, totalement igno-
« rants du maniement des valeurs boursières ^(11bis), les

(11) « Revue des Deux Mondes », année 1931, p. 655.

(11bis) L'ignorance des épargnants américains était si grande, il y a seulement une douzaine d'années, qu'elle faisait parfois surgir des aventures humoristiques et presque invraisemblables. C'est

« trusts de placement offrirent, par une réclame adroite, leurs services d'experts financiers, et le succès fut d'autant plus facile que, de 1924 au printemps de 1929, le marché de New-York a été d'une fermeté presque ininterrompue. »

Depuis, la situation s'est renversée ; et voici plus de 2 ans qu'au contraire les cours à la Bourse de New-York ne cessent de se déprimer. Il n'est donc pas étonnant qu'un certain nombre d'Investment Trusts aient disparu. Dans sa brochure sur les « Sociétés de Placement », publiée en 1931 par l'*Information Financière*, M. Gaël Fain — à qui nous avons emprunté les chiffres mentionnés plus haut — cite 82 disparitions d'Investment Trusts (40 par fusion, 13 par dissolution anticipée, 2 par dissolution statutaire, 17 par voie de modification de leur raison sociale, 3 par suite de faillite, 7 par suite de banqueroute). Et il en conclut que « la proportion des échecs a été relativement faible ».

C'est là une opinion qui, à l'heure où nous écrivons, peut paraître optimiste. Car, parmi les Investment Trusts américains qui subsistent, nombreux sont ceux qui ont perdu complètement la confiance des épargnants et qui ont fait ainsi une faillite morale. C'est ainsi ⁽¹²⁾ que les « Selected Industries » ont dû réduire la valeur nominale de leurs actions de 92,86 à

ainsi qu'à l'échéance du premier coupon de l'emprunt de la Liberté de 1917, la Trésorerie fut submergée par les paiements en chèques et en billets des porteurs qui croyaient devoir verser à l'Etat le montant du coupon ! (cité par M. Henri Guitard, dans « L'émission et le placement des valeurs mobilières aux Etats-Unis ». Un vol. in-8 de 146 p., Payot, 1930).

(12) D'après l'*Agence Télégraphique Universelle*, Paris, n° du 27 août 1931 : « La crise des Investment Trusts aux Etats-Unis ». Voir aussi, dans le « Journal de la Bourse » du 26 mars 1932, un article sur « Le danger des Investment Trusts ».

69,245 dollars ; les « Vick Financial » et « Niagara Shares », de 10 à 5 dollars ; le « Second National Investors », de 5 à 1 dollar ; la « Sisto Financial Corporation », de 25 à 1 dollar ; enfin, les « Third National Investors » et « Fourth National Investors », de 40 à 1 dollar, consacrant ainsi une perte des $39/40^{\text{es}}$ du capital engagé.

Nous devons cependant faire remarquer tout de suite que ces pertes ne sauraient trouver une explication suffisante dans la seule régression des cours sur les divers marchés financiers depuis 1929 ⁽¹³⁾. Car l'on peut citer encore aujourd'hui plusieurs grands Investment Trusts américains dont la situation reste satisfaisante : c'est le cas, par exemple, de la *Lehman Corporation*, qui, bien que constituée au plus mauvais moment (en septembre 1929 !), et avec un énorme capital (1 million d'actions sans valeur nominale émises à 100 dollars chacune, ce qui correspond à 100 millions de dollars de capital !), représentait encore au 31 décembre 1931 un actif réel de 57 dollars par action (dont 32 dollars en actif net liquide et réalisable, et 25 dollars en titres décomptés à leur valeur boursière) ; ajoutons que l'action « *Lehman Corporation* » a reçu, pour chacun des deux derniers trimestres de 1930 et des quatre trimestres de 1931, un dividende de 0,75 dol-

(13) A la date du 30 août 1929, la valeur boursière de 100 sociétés américaines choisies parmi les plus représentatives du Stock Exchange de New-York atteignait plus de 42 milliards de dollars. — Au 17 décembre 1931, cette valeur globale s'était effondrée à moins de 10 milliards de dollars, soit une chute de $76\frac{1}{2}\%$. (*Vie Financière* du 22 janvier 1932). Voir aussi *infra* p. 194, note 14.

lar, et, pour le premier trimestre de 1932, un dividende de 0,60 dollar.

En réalité, *des fautes de gestion*, des abus aussi, ont été commis par la plupart des Investment Trusts américains, par tous ceux, en tout cas, qui, fallacieusement dénommés « *Investment Trusts* » (Trust de placement), n'étaient que des « *Management Trusts* » (Trust de *Direction et de Contrôle*), c'est-à-dire des holdings, ou des sociétés de financement spécialisées dans le lancement d'affaires nouvelles, voire des Sociétés de vente à tempérament. Ainsi, dit la *Revue des Valeurs américaines* (14), « ni le « Massachusetts Utilities Investment Trust », ni la « Colonial Investment Trust Corporation » ne sont des Investment Trusts, le premier ayant été fondé pour acquérir le contrôle des « compagnies productrices de lumière et d'énergie électriques dans l'Etat de Massachusetts, la seconde « s'occupant de financer des ventes à tempérament, « soit par mensualités, soit par paiements hebdomadaires » (15).

*
**

En France, la formule « Société de placement », à peu près inconnue avant la guerre, ne paraît pas avoir encore conquis droit de cité.

Sans doute, il s'est fondé depuis la guerre quelques

(14) Citée par la *Vie Financière* du 14 septembre 1931.

(15) On trouvera dans l'ouvrage déjà cité de M. John T. Flynn, une notice détaillée sur plusieurs grands Investment Trusts américains choisis parmi ceux qui sont le plus sérieusement dirigés. Voir aussi Robinson, *op. cit.* chap. 19.

Sociétés françaises du type Investment Trust. C'est ainsi qu'il y a quelques années furent créés, sous les auspices de l'« Union Syndicale financière » (16), l'*Union Trust*, au capital actuel de 50 millions de francs, et le *Colonial Trust*, au capital actuel de 25 millions. Un peu plus tard, la *Compagnie Française de placement* (constituée le 30 avril 1928) (17), la *Société Financière de l'Est (Sofinest)*, constituée le 26 mars 1929, et la *Société de Gestion mobilière*, au capital actuel de 15 millions, voyaient le jour. Plus récemment encore (le 2 avril 1931), s'est créée (dans le Grand-Duché de Luxembourg, il est vrai, et avec un capital en

(16) L'« Union Syndicale Financière » a fusionné en septembre 1931 avec le « Trust Immobilier de France ». La Société résultant de cette fusion, dite « Indelim » (Compagnie d'Exploitations Industrielles, Electriques et Immobilières) au capital de 50 millions, a malheureusement dû demander, en octobre 1931, le bénéfice de la liquidation judiciaire.

(17) La « *Compagnie Française de placement* », au capital initial de 100 millions de francs, porté en 1929 à 150 millions, a d'abord fait figure de Société de placement pure. Elle a été amenée ensuite à jouer — malheureusement pour elle — un rôle plus vaste, analogue à celui d'une Banque d'affaires : financement d'affaires nouvelles, prise de participations industrielles, etc... Puis, elle s'est peu à peu transformée en société de contrôle (holding), et son activité se résumait, ces derniers mois, à la direction de ses trois filiales :

L'*Intercontinental Securities Coⁿ*, à Montréal, à laquelle elle avait fait apport de ses intérêts à l'étranger ;

La *Compagnie Générale de Placements Industriels*, à Paris, qui groupait toutes ses participations industrielles ;

La *Compagnie d'Entreprises Immobilières Industrielles*, à Paris également, qui réunissait ses intérêts dans diverses entreprises foncières et immobilières.

La dernière phase de cette fâcheuse évolution a été la dissolution anticipée de la Compagnie Française de placement (Assemblée extraordinaire du 30 novembre 1931), rendue nécessaire par la dépréciation sans cesse accrue de son portefeuille et les pertes subies sur les opérations du domaine foncier, sur les créiteurs divers (plus de 33 millions) et sur les engagements éventuels (plus de 11 millions).

dollars américains — 100.000 \$ — mais grâce à des capitaux qui sont français pour la plupart, et sous un patronage français de premier ordre), *l'Union Internationale de Placements*. Enfin, les journaux financiers ont annoncé en juin 1931, la constitution de la Société *Unifrabel* (Union industrielle, électrique et minière franco-belge), qui peut être considérée comme une de ces Sociétés de placement *spécialisées* dont nous parlerons plus loin (2^e partie, titre premier, chap. II) (18).

Il n'en reste pas moins vraie qu'à l'heure actuelle, trop rares sont encore les Français qui connaissent le principe de ces *Sociétés d'assurance mutuelle contre les risques financiers*, de ces véritables *Sociétés coopératives de placement* que sont les Investment Trusts britanniques.

Est-ce donc que le besoin d'organismes de cette nature ne s'est pas fait sentir chez nous jusqu'ici ? « Ap-
« paremment non », répond M. Ch. Lazard (19). « Il

(18) Nous ne parlons pas du « *Crédit Mobilier* » des Frères Pereire, fondé à Paris, en 1852. (Voir Janin, *op. cit.* p. 33). Il avait pour objet, lui aussi, d'acheter des valeurs mobilières d'entreprises diverses et même des fonds d'Etats. Mais c'était plutôt une Société de financement qu'une Société de placement. Car, comme l'écrit M. André Liesse dans l'*Economiste français* (n° du 22 novembre 1930), « ces valeurs une fois mises en portefeuille, des « obligations, les représentant en bloc, devaient être émises. Des « valeurs à revenu fixe couvraient ainsi des valeurs à revenu « variable. Or, ces valeurs à revenu variable présentaient plus ou « moins de sécurité. Le but était de compenser les mauvaises « par les bonnes : erreur capitale, puisqu'elle contribuait à faire « vivre des entreprises mal gérées au détriment des bonnes... »

Nous ne parlons pas non plus de la « *Société Financière Franco-Américaine* », véritable Société de placement celle-là, quoique *spécialisée* dans les placements en valeurs américaines, qui cessa son activité en 1916 (voir la thèse de M. de Lander sur les Investment Trusts, Paris, 1929).

(19) *Revue des Deux-Mondes*, n° du 1^{er} février 1931, p. 672.

« n'y a pas de doute que, de 1870 à 1914, tout s'est
« passé en France comme si le capitaliste avait à sa
« disposition les moyens nécessaires et suffisants pour
« placer ses économies en toute sécurité. Il existait
« alors un certain nombre de valeurs, dites de père
« de famille, qu'il était aisé d'acquérir à peu de frais
« et dont l'heureux possesseur pouvait « dormir sur
« ses deux oreilles ». Mais la guerre est arrivée, suivie
« d'un bouleversement financier tel que les consé-
« quences s'en font encore aujourd'hui très durement
« sentir... Pendant que, de 1920 à 1925, les gens riches
« et bien renseignés échangeaient une partie de leurs
« valeurs à revenu fixe contre des valeurs *or* dont la
« hausse suivait de près la dépréciation de notre mon-
« naie, l'immense foule des petits rentiers, des petits
« porteurs d'obligations, voyait s'effriter chaque jour
« le pécule amassé lentement par des années de tra-
« vail et d'épargne. S'il avait existé en France, pen-
« dant les années 1920-1926, des Sociétés de place-
« ment puissantes et bien gérées... beaucoup de ruines
« eussent été évitées par le simple jeu de la *réparti-*
« *tion des risques* ».

Nous croyons qu'aujourd'hui le public français, instruit par l'expérience, saluerait avec faveur, malgré son tempérament individualiste, l'éclosion de Sociétés de placement analogues aux Investment Trusts britanniques. Mais leur large diffusion et leur libre fonctionnement sont encore entravés par notre législation fiscale actuelle, d'abord parce qu'elle prélève l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières une première fois

sur les coupons des titres du portefeuille constituant l'unique actif de la Société de placement, puis, une seconde fois, sur les coupons des titres de la Société elle-même ; ensuite, parce que les différentes taxes dont la Société de placement — comme d'ailleurs toutes les sociétés anonymes en général — se trouve frappée dès sa naissance, s'élèvent à un total excessif pour une Société de portefeuille (6 % environ du capital) ; enfin, parce que la patente, la taxe d'apprentissage, l'impôt sur les bénéfices commerciaux — voire, accidentellement, la taxe sur le chiffre d'affaires ! — frappent la Société de placement comme si elle avait le caractère d'une entreprise industrielle ou commerciale.

Nous verrons, dans la troisième partie de notre thèse, quelles seraient, à notre avis, les mesures propres à favoriser la création et le développement, en France, de Sociétés de placement vraiment dignes de ce nom, Sociétés qui apporteraient une solution neuve et intéressante à de multiples problèmes, dont les principaux sont : la protection de l'épargne, et la reconstitution méthodique du portefeuille étranger de la France.



Parmi les autres pays européens, nous n'en voyons guère où la formule « Investment Trust » ait rencontré, jusqu'ici, tout le succès auquel elle peut prétendre.

Citons, cependant, à titre d'exemple :

En Allemagne, la « Bayerische Investment Trust Company A. G. » ;

En Belgique, la « Compagnie Belge et Internationale de placement (Interbel) », fondée en avril 1929 au capital de 50 millions de francs belges ;

Au Luxembourg, le « Globe Investment Trust S. A. » fondé en novembre 1931 par un groupe anglais (« Surrey Investment Trust ») au capital de 100.000 francs, porté depuis à 180 millions (voir *infra*, p. 278, note 26) ;

En Suisse, la « Compagnie Continentale de Valeurs (Thesaurus) » à Zurich, et la « Société Internationale de placement (Internationale Anlagegesellschaft) », à Zurich également ⁽²⁰⁾.

En outre, un certain mouvement d'opinion en faveur des Sociétés de placement se manifeste depuis peu en Italie, en Hollande, en Scandinavie, et aussi, en dehors de l'Europe, en Australie.

(20) La « Société internationale de placement » a clos son exercice 1930-31 avec un bénéfice net de 1.492.000 francs suisses. Le dividende a été maintenu à 6 % et une somme de 215.000 francs suisses placée à la réserve.

Il est à remarquer que, parmi les Sociétés de placement Suisses, assez nombreuses du fait des facilités d'ordre fiscal qui leur sont consenties (voir *infra*, pp. 271 sqq), il en est plusieurs qui ont occasionné, ces derniers temps, des pertes sérieuses à leurs actionnaires : c'est qu'elles n'avaient pas pratiqué une suffisante *division des risques*, soit que leurs placements fussent concentrés en Europe, soit que leur portefeuille comportât une proportion trop grande de valeurs à revenu fixe.

CHAPITRE III

Les Holdings

Aperçu historique et économique

Nous avons dit précédemment, en parlant de certains Investment Trusts américains « qui ont mal tourné » (1), qu'une des raisons de leur échec résidait dans le fait que leurs dirigeants n'avaient pas su, ou voulu, borner leur activité au placement judicieux et prudent des capitaux de leurs actionnaires, et qu'ils en avaient fait, sciemment ou non, des Management Trusts, c'est-à-dire des « Holdings ».

Nous devons laver tout de suite la holding du reproche qu'on pourrait dès lors être tenté de lui faire : si de soi-disant Investment Trusts ont ruiné leurs actionnaires parce qu'ils ont voulu jouer le rôle de holdings, est-ce donc que le principe de la « holding Company » est à rejeter ?

(1) John T. Flynn, *op. cit.*

Non certes. Sans doute la holding-company (exactement « Securities holding Company », c'est-à-dire : compagnie *détenant* des actions d'autres Sociétés) ⁽²⁾ est une institution complexe ; les buts qu'elle poursuit, les formes de son activité, les résultats qu'elle obtient, sont très divers et peuvent être plus ou moins louables, tant du point de vue général qu'aux yeux de ses filiales et même de ses propres actionnaires. Mais, en soi, l'objet général de toute holding moderne, qui est *d'organiser* — ce qui ne veut pas dire tyranniser — une branche d'industrie, ou même une industrie tout entière, cet objet, disons-nous, est légitime et utile. Plus précisément, il s'agit pour la holding de *coordonner* l'administration d'entreprises ayant une exploitation semblable, des champs d'action complémentaires ou connexes, sans, pour autant, réaliser la fusion de ces entreprises (appelées ses filiales), sans, non plus, se livrer par elle-même à aucune exploitation industrielle proprement dite. La holding se contente donc, en principe, de détenir un nombre d'actions de ces filiales tel qu'il lui assure la majorité à toute Assemblée générale des actionnaires de chacune d'elles. Cela suffit pour qu'une seule volonté anime dès lors, grâce à elle, les diverses entreprises dont elle *contrôle* la gestion, et ses filiales — qui conservent leur personnalité juridique propre — en tirent généralement de grands avantages, économiquement et financièrement parlant.

(2) En allemand : *Haltungsgesellschaft*.



La holding, ou Société de contrôle ⁽³⁾, apparaît ainsi comme l'organe-type de *rationalisation* industrielle ; elle est également un bon instrument de *remembrement* et d'*assainissement* d'une industrie déterminée ; répondant parfaitement aux nécessités de la vie économique contemporaine, elle est indiscutablement — si ses dirigeants sont de bons administrateurs — un puissant facteur de prospérité *générale*. Par contre, elle semble peu faite, en raison même des charges qu'elle assume et des risques qu'elle court, pour offrir à l'épargne la sécurité, ni même le rendement élevé, dont le petit capitaliste, *individuellement*, aura toujours besoin. Au surplus, les actions de « holdings » sont le plus souvent des valeurs que nous qualifierons d'*obscur*, en raison même de la complexité de la structure financière de ces Sociétés et de leurs interconnexions, fréquemment compliquées comme à plaisir, avec d'autres Sociétés. Or, l'épargnant ne doit évidemment s'intéresser qu'à des valeurs parfaitement claires, des valeurs de sociétés « tout en verre », s'il veut éviter des mécomptes tels que ceux qu'ont éprouvés dernièrement les actionnaires de certains groupes germano-hollandais ou anglo-hollandais spécialisés dans la soie artificielle ou les corps gras.

(3) Il va sans dire que les Sociétés de contrôle envisagées au texte n'ont rien de commun avec certaines Sociétés dont l'objet est de contrôler les comptabilités industrielles et qu'on dénomme parfois, elles aussi, Sociétés de contrôle, comme la « Société Fiduciaire de Contrôle et de Révision » ou la grande « Société Fiduciaire Suisse » laquelle joue le rôle de commissaire aux comptes dans de nombreuses affaires industrielles, tant françaises qu'étrangères.



L'étude détaillée de ces divers points devant faire l'objet de la seconde partie de cet ouvrage, nous nous bornerons ici à un bref historique. C'est encore en Angleterre qu'est apparue la première « holding company » : dès 1824, en effet, se fondait, avec les principales caractéristiques de la Société de contrôle, la Société qui est devenue la « Imperial Continental Gas Association ». Depuis lors, les holdings se sont multipliées, aussi bien sur le nouveau continent que sur l'ancien.

Aux Etats-Unis, une des premières, et, à cette époque du moins, des plus grandes « holding companies » fut la *Pennsylvania Company* qui fut fondée en 1870 pour prendre le contrôle des lignes de chemins de fer de l'ouest de l'Erié et de Pittsburgh. Nombreuses furent ensuite les Sociétés de contrôle qui se formèrent, aux environs de 1890, dans le but de tourner les dispositions législatives édictées contre les Trusts ; en 1901, se constituait, sous l'empire des lois de l'Etat de New Jersey, la « United States Steel Corporation », communément appelée le Trust américain de l'acier, et dès lors le mouvement en faveur des holdings s'amplifiait. C'est qu'en effet de telles Sociétés de contrôle, au lieu d'être simplement *dépositaires*, comme un « trustee », des actions des Sociétés groupées, en étaient véritablement *propriétaires*, et ainsi l'existence d'une Société juridiquement distincte des Sociétés filiales permettait le maintien, sous la forme d'une Holding, des combinaisons monopolisatrices qui re-

vêtaient auparavant la forme du trust (4). Aujourd'hui, le « Holding Trust » demeure, envers et contre tous les obstacles qui s'opposèrent successivement à la reconnaissance officielle de la légalité de ce genre de Société, la forme normale de toutes les grandes organisations à tendance monopolisatrice qui, pour des raisons diverses, n'envisagent pas la fusion complète des entreprises contrôlées.

Voici ce qu'écrivit à ce sujet M. Robinson (*op. cit.*, p. 444 sqq.) : « Les plus importantes « holding companies » se rencontrent actuellement aux Etats-Unis « dans le domaine des Services publics (gaz, chaleur, « eau, glace, tramways, lumière et énergie électriques)...

« Voici, par exemple :

« *L'Associated Gas and Electric Company*, Société « de New-York, qui contrôle — soit directement, soit « par l'intermédiaire de Sociétés affiliées ou subsidiaires — tout un système industriel dans maints « Etats de l'Est et la ville de Manila... La « J. G. White « Management Corporation » a, d'ailleurs, la haute « main sur elle ;

« *La Middle West Utilities Company*, Société holding soumise aux lois de l'Etat de Delaware, qui « constitue un autre excellent exemple de *concentration-contrôle* (« *inter-corporate merging of control* »). Elle possède en propre la *Central and South-*

(4) Robinson, *op. cit.*, p. 133. « The holding company became... the most widely used means of *quasi-monopolistic control* until the Supreme Court decisions in 1911 ordered dissolution of the Standard Oil and American Tobacco combines ».

« *west Utilities Company*, qui est également une holding du Delaware, et qui, à son tour, contrôle... plusieurs autres Sociétés d'énergie électrique, gaz et lumière desservant un vaste territoire;

« La *Cities Service Company*, qui, directement ou indirectement, possède la majorité des actions ordinaires de plus de soixante entreprises de services publics et quarante Sociétés pétrolières ;

« La *United Gas Improvement Company* ;

« La *Consolidated Gas Company* ;

« La *Electric Bond and Share Company* ;

« La *American Superpower Corporation*, etc. »

Citons encore, parmi les holdings américaines de caractère international, la « *American and Foreign Power Company* », et la « *International Telephone and Telegraph Company* », qui ont, toutes deux, d'importants intérêts en France et en Belgique.

*
**

En dehors des Etats-Unis, les holdings sont, naturellement, particulièrement nombreuses dans les pays qui leur accordent des facilités pour leur constitution et des privilèges fiscaux rendant plus aisé et moins onéreux leur fonctionnement (5); à cet égard, le Ca-

(5) Nous reviendrons longuement sur ce point dans notre troisième partie. Nous croyons devoir, cependant, signaler dès maintenant, parmi les quelques ouvrages traitant de la question que nous avons consultés, d'abord l'excellente étude de M. Paul-René Rosset intitulée « *Les holding companies et leur imposition en droit comparé* » (Lausanne, 1931, 2^e édit.), ensuite la brochure que M. Paul Cheminai a consacrée aux holdings sous le titre suivant:

nada, d'une part, et, d'autre part, un petit groupe européen composé de certains cantons suisses, de la Principauté de Liechtenstein et du Grand-Duché de Luxembourg, sont spécialement accommodants. Mais on trouve aussi de nombreuses holdings dans les grands pays industriels d'Europe — en Belgique, principalement — quoique la législation de ces pays ne leur soit pas particulièrement favorable, tant il est vrai que cette forme moderne d'organisation économique et financière ne saurait être remplacée par aucune autre dans une nation parvenue à un stade industriel avancé.

Voici, par exemple,

En Allemagne :

La *Viag* (Vereingte Industrieunternehmen A. G., c'est-à-dire « Entreprises industrielles réunies, Société anonyme ») au capital de 180 millions de marks.

Cette holding — qui possède des participations dans une vingtaine d'entreprises, pour un total de 300 millions de marks environ — est une *Société d'économie mixte*. Elle a été fondée par le Reich en 1923 ; celui-ci avait en effet été amené, au cours de la guerre et des années qui la suivirent, à s'intéresser à de nombreuses entreprises en forme de sociétés par actions, soit qu'il

« Les Sociétés *holding* ; leur rôle économique ; leur statut juridique ; leur statut fiscal. » (Paris, 1929).

M. Cheminai explique, par exemple, comment, en 1925, une holding réalisant un bénéfice net de 100.000 francs payait, si son siège social était à Zurich, un chiffre d'impôts légèrement inférieur à 6 %, et, s'il était en France, un peu plus de 36 % — soit plus de 6 fois davantage !

les eût créées lui-même et en fût l'unique actionnaire, soit qu'il eût simplement pris une participation dans des sociétés déjà établies ou qui se constituaient (6); et c'est pour gérer l'ensemble de ces participations que le Reich créa la Viag.

En Angleterre,

L'Anglo-Persian (Anglo-Persian Oil Company, Ltd), au capital autorisé de 26.500.000 livres sterling.

Comme la V. I. A. G. allemande, cette très puissante Société — qui est une holding d'affaires pétrolières — est une Société d'économie mixte. Le Gouvernement britannique possède plus de 50 % de son capital, et le Ministre des Finances désigne d'office deux Administrateurs de la Société, l'un de ces deux Administrateurs étant le représentant direct de l'Amirauté Britannique. Ces Administrateurs ont un droit de veto sur toutes les décisions du Conseil de la Société ou de ceux de ses filiales, sans pourtant que ce droit implique une ingérence quelconque dans les opérations *ordinaires* de l'entreprise. Le veto s'exerce notamment dans les questions de politique générale de la Société : modifications aux statuts, cession éventuelle de l'affaire, création de nouvelles exploitations, et autres opérations pouvant avoir une répercussion quelconque sur l'exécution des contrats passés entre la Société et l'Amirauté britannique.

(6) Voir Allix. Traité élémentaire de science des Finances. Rousseau, Paris, 1931, p. 444.

Voir aussi, dans la « Revue d'Economie Politique », de juillet-août 1931, un article de M. Henry Laufenburger sur l'Economie allemande.

Au Canada,

L'International Holding (International Holding and Investment Company Ltd).

Cette Société fut fondée en mai 1922, au capital de 50.000 £.

Anglaise à son origine, elle fut, quelques années plus tard, transformée en Société canadienne (pour des raisons d'ordre surtout fiscal) par le trop fameux financier belge Loewenstein, avec le concours de la « Société Générale de Belgique » et de la « Mutuelle Solvay ».

Son capital est divisé en 5 millions d'actions sans valeur nominale.

L'International Holding détient le contrôle de diverses entreprises d'électricité, de produits chimiques, de chemins de fer et de soie artificielle, et notamment d'une holding française, la F. I. S. A. (Société financière internationale de la soie artificielle), au capital de 230 millions de francs, elle-même détentrice de 80 % des titres d'un « Omnium » canadien de valeurs d'électricité et de soie artificielle, la « F. I. S. A. Investment Company Ltd ».

En Belgique,

La « S. O. F. I. N. A. » (Société financière de transports et d'entreprises industrielles), au capital de 200 millions de francs.

Le portefeuille de cette magnifique holding est composé d'excellentes valeurs belges, françaises, canadiennes et autres, de production et de distribution d'électricité, ainsi que d'éclairage et de traction électriques.

Pour donner une idée de son importance, disons seulement que le bilan de la S. O. F. I. N. A. se chiffrait, au 31 décembre 1930, par plus de 2.800 millions de francs, et qu'elle a réalisé, pour l'année 1930, un bénéfice net de 155 millions ^(6bis).

En France :

L'Union Européenne Industrielle et Financière, fondée en 1920, au capital de 75 millions, par les Etablissements Schneider (Le Creusot) et la Banque de l'Union Parisienne. Elle détient le contrôle d'importantes sociétés métallurgiques et bancaires de Bohême, d'Autriche et de Hongrie. Son capital actuel est de 190 millions. Elle a réalisé pour l'exercice 1930 un bénéfice net de 29.580.000 francs.

La Société Centrale de Dynamite, fondée en 1887 au capital de 16 millions de francs. Elle est actuellement au capital de 15.400.000 francs et a réalisé, pour l'exercice 1930-31, un bénéfice net de 3.472.040 francs.

Elle contrôle la plupart des fabriques françaises de dynamite, explosifs et matières plastiques (Société Nobel française, Dynamite Nobel, Société générale d'explosifs « cheddites », Société française « Duco », Société la Dynamite centrale, etc.). En outre, elle entretient des relations suivies avec les groupes similaires étrangers (« Nobel Industries », en Angleterre; « Du Pont de Nemours », aux Etats-Unis; Fabrique Tchèqueoslovaque d'Explosifs, etc.).

(6 bis) On trouvera, dans l'« Information » des 12, 13 et 14 août 1931, une étude précise et détaillée sur la S.O.F.I.N.A.

En Suède :

La « Aktiebolaget Kreuger and Toll » (Société anonyme Kreuger et Toll), au capital de 76 millions de couronnes (chiffre auquel il y a lieu d'ajouter 139 millions 166.660 couronnes en *obligations participantes*, qui sont une sorte d'actions privilégiées) (7).

Cette entreprise, de caractère mondial, avait des participations permanentes dans de très nombreuses sociétés industrielles, tant en Suède qu'à l'étranger, en Amérique notamment. Elle avait su obtenir, par l'entremise de sa filiale la plus importante, la « Svenska Tändsticks Aktiebolaget » (Compagnie Suédoise des Allumettes) au capital de 360 millions de couronnes, et de la filiale de celle-ci, la « International Match Corporation » (Compagnie Internationale des Allumettes) au capital autorisé de 87.500.000 dollars, le monopole ou le quasi-monopole de la fabrication des allumettes dans de nombreux pays. En outre, elle jouait le rôle d'une grande banque internationale, capable de consentir des prêts importants aux Etats plus ou moins besogneux qui avaient recours à elle (8) : la Yougo-Slavie, la Pologne, l'Allemagne, la France même de 1926, à qui furent prêtés, au moment de la stabilisation du franc, 75 millions de dollars, (remboursés par anticipation dès le mois d'avril 1930).

La disparition tragique de son principal animateur, M. Ivar Kreuger, en mars 1932, est malheureusement

(7) La Société Kreuger et Toll a réalisé pour l'exercice 1931 un bénéfice net (avant paiement des intérêts aux obligations participantes) qui, converti en francs français, représentait 600 millions.

(8) 8 milliards de francs ont été ainsi prêtés à 17 gouvernements étrangers.

venue jeter un trouble profond dans toutes les affaires du groupe Kreuger and Toll, et, par répercussion, dans maintes entreprises industrielles ou bancaires de Suède et d'Amérique (9).

En Suisse, enfin (10) :

L' « *International Gesellschaft für Chemische Unternehmen* » (Société internationale pour les entreprises chimiques), fondée à Bâle, le 25 juin 1928, sous les auspices de l'I. G. (Trust allemand des Matières colorantes) que nous avons déjà cité.

Cette holding, la plus importante de Suisse — elle est au capital de 290 millions de francs (soit près de 1 milliard et demi de francs français) — entretient des relations suivies avec les autres filiales étrangères de l'I. G., et notamment avec une holding américaine de même nature qu'elle, dénommée « American I. G. Chemical Corporation », fondée le 26 avril 1929 au capital, énorme lui aussi, de 30 millions de dollars.

Elle a donné, pour l'exercice 1930, un dividende de 12 %.

(9) Voir notamment, à ce sujet, l' « Information » du 15 mars 1932.

(10) Pour l'Italie, on consultera avec profit l'ouvrage de Francesco Vito intitulé « I Sindacati industriali » (Milan, 1930) dont M. François Perroux a donné une analyse critique dans la « Revue d'Economie Politique », sous le titre : « La notion de groupe industriel » (année 1931, pp. 1377 sqq.).

DEUXIÈME PARTIE

Les Sociétés de placement
et Sociétés de contrôle
en face de l'épargne individuelle
et de l'intérêt général

TITRE PREMIER

Les Sociétés de placement

CHAPITRE PREMIER

Définition et caractères spécifiques

Dans l'exposé des motifs du projet de loi (1) que le Gouvernement français a déposé, le 14 novembre 1930, sur le Bureau de la Chambre des Députés, nous avons trouvé une définition de la Société de placement.

Les Sociétés de cette nature y sont présentées comme des Sociétés anonymes « dont l'objet est essentiellement d'employer leur capital social à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières

(1) On trouvera plus loin (au chapitre II de notre troisième partie) une étude critique complète de ce projet de loi. Voir *infra*, pp. 243 sqq.

« qu'elles gèrent au mieux des intérêts de leurs actionnaires ».

Pour exacte qu'elle soit, cette définition a besoin, nous semble-t-il, d'être complétée et précisée de manière à mettre en évidence les *caractères spécifiques* de la Société de placement. C'est pourquoi nous retiendrons — en la modifiant quelque peu, dans le but, surtout, de la rendre plus claire — la définition que le Docteur Leland Rex Robinson a donnée des « Investment Trusts » britanniques (2), et nous caractériserons comme suit la Société de placement.

La Société de placement est un organisme (en fait, une Société anonyme) (3) qui associe, au moyen de l'émission de ses propres titres, les ressources financières d'un grand nombre de personnes, en vue d'assurer à la masse du capital ainsi formé — dans des conditions meilleures que ne pourrait le faire, pour sa part, chacun des associés isolément — un emploi sûr et raisonnablement profitable :

a) *par le placement des fonds recueillis en valeurs mobilières judicieusement sélectionnées et diversifiées, en répartissant rigoureusement les risques pour*

(2) Voici comment s'exprime le docteur Robinson (*op. cit.*, pp. 12 et 13). « The British Investment Trusts have made their objectives: « the safe and reasonably profitable employment of the funds of « many investors through investment and reinvestment, under « continuous supervision, of capital derived from sale of debentures, « preferred and common stocks, in a broad and usually international « distribution of risk consisting of bonds, preferred and common « stocks of a great variety of issuers which are held in such relatively small proportions that no responsibilities of management, « finance, or direction are involved, and through the net earnings « derived from which there are accumulated substantial reserves ».

(3) Rien, en effet, ne s'oppose à ce qu'une Société anonyme, être moral, soit actionnaire ou obligataire d'une autre Société.

en assurer la compensation et en évitant de prendre le contrôle d'aucune affaire ;

b) *par une surveillance attentive et continuelle du portefeuille ainsi constitué, et par une gestion prudente et avisée de ses fonds aboutissant à l'accumulation de réserves substantielles.*

*
**

La Société de placement nous paraît donc avoir pour objet de procurer à ses actionnaires :

d'abord — (« *safety first* ! » disent les Anglo-Saxons) — le maximum de *sécurité*, quant à la conservation de leur capital, compatible avec la nature essentiellement *mobilière* des placements qu'elle effectue ;

ensuite, le maximum de *revenu* (4) compatible avec cette sécurité ;

enfin, mais subsidiairement et éventuellement, des *plus-values en capital* appréciables.

*
**

Ainsi définie, la Société de placement pure se présente, non pas comme une Société de capitalisation ou d'épargne, mais comme une Société de portefeuille (ou de titres). Il importe cependant de la distinguer, dès maintenant, des nombreuses autres sortes de *sociétés à portefeuille* que la pratique a fait surgir de-

(4) Nous verrons plus loin que ce revenu ne saurait être que relativement modeste, au début du moins (*infra*, pp. 134 sqq.).

puis quelques décades, et nous entendons par là toutes les Sociétés qui gèrent — accessoirement ou principalement — un portefeuille de valeurs mobilières, qu'elles le possèdent en propre ou qu'elles en soient simplement dépositaires (au sens large du mot).

Nous consacrerons à cette étude deux sections du présent chapitre. Dans la première — qui sera de beaucoup la plus longue, étant la plus importante — nous tâcherons de dégager les différences qui séparent la Société de placement des autres Sociétés gérant un portefeuille de valeurs mobilières leur appartenant en propre. La seconde section, très courte, montrera que l'essence de la Société de placement est foncièrement différente de celle de certaines Sociétés fiduciaires ou financières qui se bornent à gérer des valeurs mobilières à elles simplement confiées.

SECTION I

LA SOCIÉTÉ DE PLACEMENT DIFFÈRE DES AUTRES SOCIÉTÉS DE TITRES

Toutes les Sociétés de titres présentent le même caractère extérieur, qui les rapproche et qui leur vaut leur dénomination générique, à savoir l'existence d'un poste « Titres en portefeuille » (ou « Participations ») à l'actif de leur bilan. Toutes elles pratiquent — plus ou moins systématiquement, il est vrai, plus ou moins complètement, aussi — la méthode à laquelle Liefmann, le grand spécialiste allemand, a donné le nom de *substitution de titres* (« Effektensubstitution »)

c'est-à-dire qu'elles offrent au public leurs propres titres (actions, et même obligations), puis utilisent le produit de ces émissions pour se constituer leur portefeuille (5). Elles *s'interposent* ainsi, en quelque sorte, entre le public qui fournit les capitaux et les entreprises qui utilisent ces capitaux et les rémunèrent.

Mais elles diffèrent théoriquement les unes des autres, tant par l'objet qu'elles ont en vue lorsqu'elles procèdent à des acquisitions ou souscriptions de titres, que par l'importance relative et la composition de leur portefeuille.

Bien qu'il soit difficile d'établir en pratique une démarcation nette entre ces divers types de Sociétés de titres — car chaque type est relié aux autres par toute une série de formes intermédiaires — nous croyons qu'en raison du rôle important et toujours croissant que ces organismes sont appelés à jouer en matière de gestion et d'utilisation des capitaux, il y a un intérêt certain à tenter d'en définir, aussi clairement que possible, la nature et les fonctions. A cet égard, nous distinguerons, en dehors de la Société de placement pure définie plus haut, les divers types généraux suivants :

- A. — Les Sociétés de *spéculation* ;
- B. — Les Sociétés de *contrôle* ;
- C. — Les Sociétés de *financement* ;
- D. — Les Sociétés de *portefeuille*.

(5) Gaël Fain. « Formes modernes d'organisation financière », dans l'« Information » des 12-13 juin 1929.

A. -- *Les sociétés de spéculation*

Ces Sociétés — dont la dénomination anglo-saxonne est « financial company » ou « operating company », et la dénomination germanique « finanzgesellschaft » — diffèrent des Sociétés de placement en ce sens que, par l'acquisition de valeurs mobilières, elles ne recherchent qu'un but : la vente avec bénéfice, réalisée, si possible, dans le plus bref délai. Il en résulte, dit M. Varangot (6), « que les investissements de fonds opérés par ces Sociétés présentent un caractère assez aventureux ; d'autre part, les profits réalisés sur ces opérations d'achat et de vente peuvent être distribués aux actionnaires, ces profits étant le but recherché par la Société, « but en vue duquel les actionnaires ont placé leurs capitaux dans l'affaire ».

Nous verrons plus loin que trop de Sociétés de placement américaines, trop d'Investment Trusts, pour les appeler par leur nom, ont recherché, ces dernières années, le gain spéculatif, ce qui a amené ces Sociétés à acquérir des titres dont l'attrait spéculatif risquait de reléguer au deuxième plan, parfois au grand dam des actionnaires du Trust, la qualité intrinsèque. Par suite, la discrimination n'est pas toujours facile entre certains Investment Trusts américains et les « financial companies » existant en Angleterre.

(6) *Op. cit.*, pp. 15 et 16.

B. — *Les sociétés de contrôle*

Dans ce groupe, le plus important du point de vue qui sera le nôtre dans tout le cours de notre travail, nous ferons figurer :

1° La *Société* DE CONTRÔLE *proprement dite*, ou *Société* DE MAÎTRISE, ou, plus brièvement encore, HOLDING.

Nous avons déjà défini sommairement la Holding (7) et nous y reviendrons longuement dans le titre II de cette seconde partie (8).

Il importe néanmoins que nous marquions ici, de façon précise, en quoi la Société de placement pure diffère de la Société de contrôle pure.

Toute la différence tient dans le fait suivant : la Société de placement *limite* la participation qu'elle prend *aujourd'hui* dans une entreprise — sauf à l'abandonner demain pour la remplacer par une ou plusieurs autres, plus avantageuses — à une proportion telle que cette participation ne peut en aucun cas lui conférer un *droit de contrôle* sur l'entreprise en question ; tout au plus, cette participation peut-elle lui donner parfois (si elle est, relativement au capital de l'entreprise, assez importante, et si elle est conservée assez longtemps par la Société de placement) un certain *droit de regard* dans la dite entreprise. — La Société de contrôle, elle, prend et *garde* dans l'entreprise qui l'intéresse une participation

(7) Voir, *supra*, p. 34.

(8) Voir, *infra*, pp. 153 sqq.

d'une *importance suffisante* pour lui permettre d'imposer désormais ses vues à l'affaire en question, devenue dès lors sa « filiale ».

Ainsi, en achetant ou souscrivant des actions, la Société de placement agit dans un *but financier limité*, tandis que la Société de contrôle a un objet *économique* et à beaucoup plus *longue portée*.

2° *La Société* DE DÉFENSE.

C'est là une variété de holding qui détient des titres d'une autre Société dans le but de défendre la dite Société contre les manœuvres de l'étranger et de lui conserver, par là, son caractère national.

Voici, par exemple (9), la « N. V. Gemeenschappe-lyk Bezit van aandeelen Philips Gloeilampenfabrieken » (Société anonyme de possession en commun d'actions de la Société des lampes à incandescence Philips). Créée en 1920 par la Société Philips, elle a pour but: « ...l'achat, et l'acquisition de toute autre façon, d'actions Philips, la gérance et la vente de ces actions, et, d'une façon générale, de faire tout ce qui serait nécessaire pour maintenir le caractère national de la Société Philips ». A sa fondation, elle reçut

(9) Voir, dans l'« Information » des 17 et 18 juillet 1931, l'article intitulé « La question des actions à vote privilégié et la solution hollandaise ».

Voir aussi ce que dit M. Janin (*op. cit.*, p. 123) de la Société de défense allemande dite « Bank für Industrie Werke ».

Voir enfin, dans la « Journée Industrielle » des 2 et 3 décembre 1931, des renseignements très intéressants sur le « Consorzio Mobiliare Finanziario », créé après la guerre pour rapatrier les actions de la « Banca Commerciale Italiana » de Milan, qui étaient aux mains des divers groupes étrangers (allemand, autrichien, suisse, français) ayant participé en 1894 à la constitution de la dite Banque.

un paquet d'actions Philips en échange d'un même montant de ses propres titres, lesquels furent émis dans le public. Par la suite, au fur et à mesure des augmentations de capital de la Société Philips, les actions de la Société de défense Philips ont été mises en souscription publique, tandis qu'un même montant d'actions de la Société-mère entrait dans le portefeuille de la Société de défense.

Actuellement, le capital autorisé de la Société de défense s'élève à 241.530.000 florins, dont 80.014.000 florins placés et entièrement libérés, savoir :

30.000 florins représentés par *cinq actions privilégiées nominatives de 6.000 florins chacune, dont les titulaires doivent être de nationalité hollandaise* ;

19.989.000 florins en actions de priorité 6 % participant en outre aux bénéfices supplémentaires ;

59.995.000 florins en actions ordinaires.

(Les deux dernières catégories d'actions, de 1.000 florins nominal, sont susceptibles d'être divisées en coupures de dixième d'action de 100 florins nominal).

En contre-partie de ces titres, la Société de défense possède en portefeuille un nombre égal d'actions de priorité et ordinaires de la Société-mère. Le porteur d'actions de la Société de défense conserve naturellement les mêmes intérêts matériels : bénéfices, répartition éventuelle de capital de la Société Philips, mais, différence essentielle, le *droit de vote* aux assemblées de la Société Philips se trouve entièrement aux mains de la Société de défense qui exerce donc un contrôle absolu sur la gestion.

*
**

Par cette *dissociation du droit de vote* et des autres prérogatives attachées à la possession d'une action, la Société de défense se rapproche d'une part des Sociétés de gestion de valeurs mobilières anglo-saxonnes, du type « Voting trust » ou « stocks trust », et des caisses allemandes de *virement* et de *compensation de titres* ; d'autre part, de certains organismes financiers du groupe hollandais des « Administratie Kantoren » (c'est-à-dire Comptoirs ou Bureaux d'administration).

Ces divers types de Sociétés de titres mériteraient une étude à part. Nous nous bornerons à leur consacrer ici-même — bien qu'ils dussent figurer plutôt sous la rubrique « Sociétés de portefeuille » que sous celle de « Sociétés de contrôle » — les quelques indications suivantes :

1° Le « *stocks trust* » se propose de réunir en une même main toutes les actions isolées d'une Société et de les remplacer par des titres nouveaux, de forme différente et jugée plus pratique (spécialement, d'opérer la substitution de valeurs au porteur aux titres nominatifs). Celui qui reçoit les titres initiaux — le « trustee » — individu ou société, en devient propriétaire vis-à-vis de la Société émettrice et, en contrepartie, remet des certificats correspondant aux dépôts individuels. Mais *il n'administre pas automatiquement* ; il ne peut exercer que les seuls droits non exercés directement par les déposants.

On trouvera dans Paul Durand ⁽¹⁰⁾ quelques ren-

(10) « La Protection de l'Épargne ». Editions Spes, Paris, 1930, p. 70.

seignements complémentaires sur ces organismes particuliers.

2° Le « *Voting trust* » a pour objet, comme son nom l'indique, de transférer à un tiers — encore dénommé génériquement « *trustee* » — le droit de vote attaché à un titre pour ne réserver au titulaire de la valeur que le droit de toucher les dividendes et de participer, le cas échéant, au partage social.

Le *trustee* se révèle ainsi, théoriquement, comme un protecteur né de l'épargne ; il en est le mandataire qualifié, informé et puissant ; il se présente vis-à-vis de la Société émettrice comme un administrateur soucieux des intérêts qui lui sont confiés, sans pour autant enlever aux propriétaires des titres initiaux l'exercice des droits pécuniaires qui y sont attachés.

Mais trop souvent, en fait, les « *voting trusts* » ont été utilisés, surtout en Amérique, pour permettre à certains financiers de détenir le *contrôle* d'une affaire sans avoir à y engager aucun capital, ou tout au moins en n'y engageant personnellement qu'une somme restreinte ⁽¹¹⁾.

(11) Janin, *op. cit.*, p. 116.

Citons, à titre d'exemple de « *voting trust* », l'*International Car Trust*, fondé par Lord Dalziel, Président de la Cie des Wagons-Lits (« Cie Internationale des Wagons-Lits et des grands Express Européens », société anonyme belge au capital de 460 millions de francs), pour s'assurer le contrôle de la dite Compagnie. Il est curieux d'observer qu'en novembre 1931, l'*International Car Trust*, détenteur de 405.000 actions ordinaires de la Cie des Wagons-Lits, n'a pu souscrire pour sa part, faute de disponibilités, à l'augmentation du capital des wagons-lits (de 230 à 460 millions) et qu'il a dû distribuer à ses actionnaires, pour les mettre à même de souscrire individuellement s'ils le désiraient, des coupons détachés des titres de la Cie des Wagons-Lits en sa possession.

3° *Les Caisses de virement et de compensation de titres* qu'on trouve en Allemagne — où fleurit la pratique du *louage d'actions* en vue notamment des Assemblées générales — présentent ce caractère que le droit du porteur de valeurs n'y est même plus individualisé et matérialisé dans tels titres déterminés. Le porteur n'a droit qu'à tant d'actions *in genere*, comme le client d'une banque de dépôts a droit, non pas aux pièces mêmes de monnaie qu'il a versées, mais à des espèces fongibles (12).

4° Les « *Administratie Kantoren* » hollandais, eux, débutent par un achat de titres (et c'est surtout cette différence originelle qui les sépare des organismes précédents). Ils acquièrent de leurs deniers des « paquets » de valeurs nationales ou étrangères ; après quoi ils créent des certificats correspondant aux titres initiaux qu'ils ont déposés en banque et rendus intransmissibles ; puis ils émettent ces certificats dans le public, ces émissions ayant pour objet général de *faciliter les échanges* : soit que des titres nominatifs se voient ainsi remplacés par des titres au porteur ; soit qu'à des titres trop « lourds » pour le commun des capitalistes soient substituées des coupures d'une valeur plus courante ; soit que des valeurs dont la transmission est assujettie, pour des raisons diverses, à toutes sortes de formalités, soient remplacées par d'autres pouvant changer de propriétaire sans ces formalités ; soit encore qu'à plusieurs titres de type

(12) P. Bayart, dans la « *Chronique Sociale de France* », n° de janvier 1930, p. 12.

différent d'une même société, par exemple à 1 action et 1 part de fondateur, soit substitué un seul certificat ; soit enfin qu'un ensemble des titres du même type, mais émis par plusieurs Sociétés différentes et généralement étrangères (par exemple, 1 action de chacune des 3 plus grandes banques françaises) soit remplacé par un seul titre hollandais. Dans ce dernier cas — le plus intéressant, à coup sûr, du point de vue où nous nous plaçons dans tout notre travail — l'Administratie Kantoor ressemble beaucoup à l'une des variétés américaines de Société de placement, celle que nous décrirons plus loin sous le nom de « Fixed Trust » (Trust à portefeuille fixe). C'est le cas, par exemple, du « Nederlandsch Administratie Kantoor », d'Amsterdam, ou du « Hollandsch Administratie Kantoor Voor Duitsche Waarden » (Comptoir d'Administration hollandais pour valeurs allemandes) (13).

3° *La Société de PRISE EN CHARGE, et la Société de BLOCAGE de titres.*

Ce sont là, encore, des variétés de sociétés qui se rapprochent beaucoup de la holding. On en trouve des exemples en Allemagne, surtout, mais aussi en France, en Belgique, en Italie, etc. Leur objet, explique M. Gaël

(13) On trouvera, dans la « Revue Mensuelle » de janvier 1929 (pp. 1 sqq.) des renseignements précis sur les Administratie Kantoren hollandais en général, et sur les 2 Administratie Kantoren précités en particulier.

Voir aussi : Paul Durand, *op. cit.*, pp. 70 sqq.

Proposition Auriol. Doc. parl., n° 1046, p. 23.

Le « Messager de Paris » (n° du 5 septembre 1929) se référant à une étude sur les Administratie Kantoren publiée par le Comptoir d'Escompte de Genève.

Voir enfin, *infra*, p. 136, note 16.

Fain ⁽¹⁴⁾, est généralement d'absorber les titres d'affaires créées par certaines de ces *Sociétés de lancement* que nous trouverons plus loin, ce qui permet d'éviter d'avoir recours à l'émission dans le public pour l'écoulement de ces titres.

Le schéma de l'opération est donc le suivant. Une Société de lancement d'entreprises électriques, par exemple, fonde une société pour l'équipement et l'exploitation d'une centrale électrique. Au lieu d'émettre dans le public les titres de cette Société, ou de souscrire elle-même la totalité de ces titres, elle les vend à une Société de prise en charge déjà existante. L'avantage de cette combinaison réside dans les facilités qu'elle donne pour assurer l'éclosion, puis le développement, de sociétés à caractère trop local ou trop spécialisé pour qu'on puisse facilement y intéresser directement le grand public, tout en évitant d'immobiliser pendant de longues années les disponibilités de la Société (banque d'affaires ou entreprise de fournitures industrielles) qui a pris l'initiative de la création nouvelle.

Le fait que les Sociétés de prise en charge de titres mettent ainsi en portefeuille — en général du moins — des actions de Sociétés nombreuses, travaillant dans des contrées diverses, et dont la constitution s'est échelonnée dans le temps, assure à leurs actionnaires et obligataires les avantages de la Société de placement quant à la répartition des risques et à l'égalisation des dividendes d'un exercice à l'autre. La

(14) « Formes modernes d'organisation financière », dans l'« Information » des 12 et 13 juin 1929.

frontière est donc assez peu nette entre ces Sociétés et les Sociétés de placement. Mais elle l'est moins encore entre elles et les holdings pures ; on peut préciser cependant qu'en général les holdings s'efforcent de s'assurer le contrôle de Sociétés dont les titres ont été ou seront offerts au public, tout *en réduisant au strict minimum nécessaire leur participation* dans ces Sociétés, tandis que les Sociétés de prise en charge mettent en portefeuille, souvent à titre définitif (Sociétés de *blocage*), la *totalité* des titres émis par des sociétés dont les actions ou obligations ne seront jamais offertes au public, ou ne le seront qu'après de longues années.

Comme exemple de Société de prise en charge de titres, nous citerons, avec M. Gaël Fain, la « Compagnie Française pour l'exploitation des procédés Thomson-Houston », au capital de 440 millions de francs, et, comme exemple de Société de blocage, le « Consorzio Mobiliare Finanziario », de Milan, déjà cité à propos des Sociétés de défense.

C. — *Les sociétés de financement*

Nous rattacherons à ce groupe :

1° La Société de *lancement* (« promoting company ») qui a pour objet de promouvoir l'éclosion d'affaires nouvelles, sauf à se désintéresser ensuite de ses rejets.

2° La Société de *financement* proprement dite (« financing company », « finanzierungsgesellschaft »)

qui procure à ces rejetons de la Société de lancement les capitaux permanents nécessaires à leur exploitation normale, comme aussi les capitaux extraordinaires dont ils peuvent avoir besoin pour faire face à certaines situations au cours de leur développement.

Voici, par exemple, pour ne parler que de la France ⁽¹⁵⁾, le groupe des *banques d'affaires* ⁽¹⁶⁾ qui toutes s'occupent plus ou moins de lancement et de financement. Voici également de grandes *Sociétés industrielles* (comme l'Union des Mines, la Société Lyonnaise des Eaux et de l'Eclairage, la Compagnie générale d'Electricité, etc.) ou *Sociétés financières* (comme la Société spéciale financière), dont, pour une part importante, l'activité consiste à assurer un fonds de roulement suffisant aux entreprises satellites qui gravitent autour d'elles. Voici enfin certains *Syndicats financiers d'émissions* ^(16 bis) constitués sous la forme

(15) A l'étranger, très nombreuses sont les Sociétés de financement pures dans tous les grands pays industriels, ceux, notamment, où l'industrie électrique, ou hydroélectrique, est susceptible d'un large développement dans l'avenir. Citons, par exemple, en Italie, la « Centrale Societa per il finanziamento di Imprese elettriche » au capital de 300 millions de lire, qui a réalisé, pour l'exercice terminé au 31-30-31, un bénéfice de 19.293.966 lire.

(16) Voir, sur le rôle de ces Banques, l'ouvrage de M. Edmond Baldy : « les Banques d'affaires en France depuis 1900 » (Paris, 1922), et l'ouvrage de M. Janin déjà cité (chapitre III).

Les principaux de ces organismes sont : en France, la Banque de Paris et des Pays-Bas et la Banque de l'Union Parisienne; en Belgique, la Société Générale de Belgique et la Banque de Bruxelles; en Italie, la « Banca Commerciale Italiana », de Milan, déjà citée, etc.

(16 bis) Voir, sur l'objet et le fonctionnement de ces syndicats, l'ouvrage de M. Le Roy : « Les Syndicats d'émission », celui de M. Janin, déjà cité (pp. 201 sqq.), et celui de MM. Gautrot et Constantin : « Traité théorique et pratique des Syndicats financiers ». Chez Rousseau, Paris.

Voir aussi : Coart-Frèsard : « Syndicats financiers » (dans

de Société anonyme, qui, eux, s'occupent davantage du placement rapide dans le public des titres des Sociétés nouvelles qui les intéressent que de l'exploitation normale, dans l'avenir, de celles-ci ; ce ne sont souvent que des organismes de pure spéculation, à l'existence généralement occulte et assez brève, dont l'importance, au point de vue économique général, ne saurait se comparer à celle des Sociétés de financement.

3° La Société de *crédit à long terme*, comme on en rencontre de nombreux exemplaires dans les pays riches de capitaux à exporter, notamment aux Etats-Unis, où elles constituent l'importante classe des « *Mortgage and Collateral Loan Companies* ».

Voici, par exemple, l'« International Power Securities Corporation » (précédemment dénommée « Italian Power Company »), qui a fait une série de prêts importants à diverses Sociétés industrielles étrangères, émettant chaque fois sur le marché américain une tranche correspondante de Bons négociables, *exclusivement* et *spécialement* gagés par les obligations que la Société emprunteuse lui avait remises en contre-partie de son prêt ⁽¹⁷⁾.

le Compte-rendu des Semaines Sociales de France, Mulhouse, 1931).
Tchernoff J.: « Les Syndicats financiers ». Chez Sirey, Paris, 1930.

Khonsarian Robert : « Organisation et gestion des Syndicats financiers », Paris, 1931.

(17) A la date du 30 septembre 1927, l'International Powers Securities Corporation avait émis pour 37 millions de dollars d'obligations divisées en 6 tranches distinctes :

Tranche A. — Octobre 1923. — 2.000.000 de dollars garantis par

Voici encore la « European Mortgage and Investment Corporation ⁽¹⁸⁾ », la « European Shares and Investment Corporation », la « German Credit Corporation », la « International Mortgage Investment Corporation » et la « Swedisch American Investment Corporation », toutes Sociétés de fondation américaine qui financent plus ou moins directement les affaires de l'Europe Centrale ou Nordique. L'inflation consécutive à la guerre qui s'est produite dans les divers pays de l'Europe Centrale a favorisé grandement, il faut le reconnaître, cette *colonisation financière* de l'Europe par les Etats-Unis par le moyen des organismes ci-dessus ; il y a là, cependant, un danger sur lequel on s'est quelque peu aveuglé, semble-t-il, dans les divers pays intéressés.

affectation d'un montant équivalent d'obligations de la « Edison General Italian Electric Cy », de Milan.

Tranche B. — Décembre 1924. — 4.000.000 de dollars (Union d'Electricité, à Paris).

Tranche C. — Décembre 1925. — 10.000.000 de dollars, « Edison General Italian Electric Cy » (hypothécaire).

Tranche D. — Janvier 1926. — 10.000.000 de dollars, « Italian Gas Cy » (hypothécaire).

Tranche E. — Janvier 1927. — 10.000.000 de dollars, « Edison General Italian Electric Cy ».

Tranche F. — Janvier 1927. — 6.000.000 de dollars, « Societta Generale Elettrica dell'Adamello » et sa filiale « Societta Idroelettrica dell' Ozla » (hypothécaire).

Voir plus de détails dans Janin, *op. cit.*, p. 228.

(18) M. Robinson signale (*op. cit.*, p. 16) que l'une des tranches d'obligations émises sur le marché américain par la « European Mortgage and Investment Corporation » fut garantie par le dépôt, entre les mains d'un Trustee américain, d'un montant égal d'obligations hypothécaires de la « Austrian General Land Credit Institution », lesquelles étaient garanties à leur tour par un dépôt équivalent d'hypothèques de premier rang sur des propriétés rurales autrichiennes. Une autre série fut émise ensuite, gagée sur un dépôt analogue d'obligations hypothécaires de la « Hungarian Cooperative Society of Banks », etc.

Voici de même, en France cette fois, la Société dite « Association financière pour le Commerce et l'Industrie » qui se dénomme aussi, en sous-titre, « Société anonyme de Crédit à long terme », au capital actuel de 24 millions, etc.



On le voit, les Sociétés de cette nature — qui diffèrent des Sociétés de placement surtout en ce que la *substitution de titres* s'effectue, chez elles, dans un but économique, voire social, tout autre — s'éloignent encore du type Investment Trust en ce sens que la *dispersion du risque*, l'un des objectifs essentiels de l'Investment Trust, ne s'y rencontre pas en général : c'est ainsi que les séries de titres émises dans le public par une « collateral loan company » n'ont pour contrepartie exclusive que des obligations d'un *seul* émetteur, à savoir la Société emprunteuse correspondante (19).

Par ailleurs, les « mortgage and collateral loan companies » se distinguent des holdings en ce qu'elles ne visent pas, d'ordinaire, le contrôle des entreprises auxquelles elles consentent des avances à long terme ; ces entreprises, qui sont leurs débitrices, ne deviennent pas, pour autant, leurs filiales.

(19) A l'inverse des « collateral loan companies », les sociétés américaines de crédit foncier proprement dites (Mortgage bond companies) recherchent, elles, la plus grande diversité possible de leurs prêts hypothécaires, gage de sécurité.

D. — *Les sociétés de portefeuille*

Dans ce groupe, nous ferons figurer :

1° La *Société de gestion de valeurs mobilières étrangères* qui, dans un pays donné, a pour objet de centraliser diverses valeurs mobilières étrangères dont la propriété appartient à des ressortissants de ce pays, dans le but d'assurer la sauvegarde des intérêts de ceux-ci.

Elle apparaît ainsi comme le pendant de la Société de défense signalée précédemment et se rapproche aussi des « Voting trusts » et des « stocks trusts » anglo-saxons, déjà cités également.

Rares sont, à notre connaissance, les Sociétés françaises de gestion de valeurs mobilières étrangères. Citons, avec M. Paul Cheminai⁽²⁰⁾, la « *Société de gestion des intérêts miniers et industriels français à l'étranger* », société anonyme au capital de 1 million de francs, créée en 1923 dans le but de « réunir, en « vue d'assurer les droits des porteurs français, des « actions ou obligations d'une ou plusieurs sociétés « étrangères et de délivrer, en représentation de ces « actions ou obligations, des titres spéciaux émis par « elle, et généralement de faire, en France ou à « l'étranger, toutes opérations financières mobilières

(20) « Les Sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères », Thèse Paris, Dalloz, 1929.

On trouvera dans cet ouvrage (pp. 292 sqq.) le texte complet des statuts de la Société citée au texte, qui est une filiale de l'*Union des Mines*, société anonyme au capital de 270 millions, déjà citée.

« ou immobilières, se rattachant à l'objet ci-dessus.
« Le but social comporte essentiellement la réunion
« en une seule main et sous l'autorité du contrôle et
« l'administration d'une seule personne morale, de
« tous les titres dispersés et répartis entre plusieurs
« patrimoines, de façon à assurer le respect des droits
« et la défense des intérêts des porteurs français ».

Signalons également le *Trust français des actions de la Franco-Wyoming Oil Company* ⁽²¹⁾ qui prenait à sa charge :

1° La concentration des titres essentiellement nominatifs de la Société pétrolière américaine dite « Franco-Wyoming Oil Company » ;

2° La création et la remise aux déposants de certificats au porteur ;

3° La garde des titres nominatifs transférés au nom du Trust ;

4° L'encaissement des dividendes et leur répartition ;

5° La représentation automatique des porteurs aux assemblées si ces porteurs n'ont pas manifesté expressément le désir d'assister eux-mêmes à ces réunions.

(21) Le « Trust français des actions de la Franco-Wyoming Oil Company » a été dissous en 1930 et remplacé par la « Franco-Wyoming Securities Corporation », Société américaine de l'Etat de Delaware (U. S. A.) qui est à la fois un « voting trust » et un « stocks trust ».

*
**

La loi du 31 juillet 1920 (art. 30 complété par l'article 4 de la loi du 16 février 1932) a cependant cherché à favoriser la constitution de Sociétés *françaises* de gestion de valeurs mobilières étrangères en exonérant les certificats représentatifs émis par ces Sociétés du droit de timbre de dimension (7 fr. 20 au minimum) s'il s'agit de titres étrangers non abonnés, du droit de timbre proportionnel, ainsi que de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières (s'il est justifié que le revenu de ces certificats représente celui des titres étrangers correspondants pour l'exercice, et si ceux-ci ont acquitté l'impôt) (22).

Il y a là un pas, qu'il était intéressant de noter au passage, dans la voie de la suppression de la double imposition en matière de Sociétés à portefeuille dont nous reparlerons plus loin en détail (voir *infra*, pp. 199 sqq.).

2° La *Société de participations* (en allemand : *Beteiligungsgesellschaft*) ou *Omnium* (au sens étroit du mot) (23).

Comme la holding, l'Omnium n'a pas (en principe du moins) d'exploitation industrielle propre ; comme la Société de placement, il se borne à gérer, au mieux des intérêts de ses actionnaires, le portefeuille qu'il

(22) Voir Copper Royer : « Traité théorique et pratique des sociétés anonymes », Paris, Dalloz, 1925, tome III, p. 344.

(23) Janin (*op. cit.* p. 8) fait très justement observer qu'étymologiquement, et en soi, l'expression « omnium », qui remonte au début du 19^e siècle, désigne, sans autre précision, un ensemble composé de *toutes sortes* de parties, une société dont l'activité s'étend indistinctement à tous les genres d'opérations.

s'est constitué. Mais, contrairement à ce que l'étymologie exigerait, ce portefeuille n'est en général composé que d'un nombre relativement *restreint* de valeurs ; presque toujours, ce sont toutes des valeurs d'une *même catégorie*, par exemple des actions de Sociétés coloniales, de Sociétés de mines métalliques d'une région déterminée, d'entreprises électriques ou de tramways, etc.; enfin, et surtout, ces valeurs n'ont pas été acquises dans le but d'assurer à l'Omnium un *contrôle* des Sociétés qui les ont émises — et c'est par là que l'Omnium se distingue le plus nettement de la holding. Elles confèrent simplement à l'Omnium un *droit de regard* suffisant pour lui permettre de participer activement à la gestion des Sociétés qui l'intéressent.

Ainsi, l'Omnium, tel que nous l'avons défini, apparaît-il comme exactement intermédiaire entre la Société de placement pure et la Société de contrôle pure. S'il n'est plus Société de placement à proprement parler, il n'est pas encore Société de contrôle proprement dite.

Voici, par exemple, pour nous en tenir aux grands Omniums français, l'*Omnium d'Algérie-Tunisie* (Société Générale des Mines d'Algérie et de Tunisie) et la « *Compagnie des Mines et Usines d'Algérie, Tunisie, Maroc* (Omnium) », qui s'intéressent aux affaires minières de l'Afrique du Nord; la Société « *Applications Industrielles* (Compagnie d'Entreprises électriques) », la Société « *Les Exploitations Electriques* », et l'*Omnium lyonnais*, qui s'intéressent aux entreprises de traction électrique et d'énergie hydro-électrique, etc.

*
**

Nous ne nous dissimulons pas ce que la classification ci-dessus a d'arbitraire et de théorique. La plupart du temps, en effet, une même Société de titres participe en fait de deux ou plusieurs types parmi ceux que nous avons cherché à isoler. En particulier, nous avons vu que l'Investment Trust est trop souvent, en pratique, en même temps qu'une Société de placement pure, une Société de spéculation ; il dégénère parfois aussi en Société de financement, voire en Société de contrôle. La holding, de son côté, est fréquemment une Société de financement et de lancement aussi bien que de contrôle. De même, les Banques d'affaires *spécialisées* — comme, par exemple, la « Banque pour entreprises électriques », de Zürich — et les Sociétés de placement *spécialisées* — comme l'Unifrabel, déjà citée — ressemblent aux Holdings au point d'être généralement confondues avec elles ; beaucoup d'Omniums, enfin, sont des Sociétés « mixtes », c'est-à-dire qu'à côté de leur portefeuille, dont la gestion constitue leur activité principale, ils possèdent une exploitation industrielle proprement dite ⁽²⁴⁾ ; ou bien, s'ils se confinent rigoureusement dans la gestion de leur portefeuille, ils acquièrent peu à peu, en se développant, les caractères de la Société de placement, et surtout de la Société de contrôle.

(24) C'est le cas, par exemple, de l'Omnium Lyonnais déjà cité, qui est, en même temps qu'un omnium de titres de chemins de fer sur routes et tramways, une entreprise de travaux publics et spécialement d'établissement et d'équipement de voies ferrées.

Voir aussi la « Société Financière d'Exploitations industrielles (Finindus) », au capital de 35 millions (*La Vie Financière*, du 30 octobre 1931).

Cependant, cet essai de classification n'était pas inutile, croyons-nous, pour fixer les idées dans une matière particulièrement imprécise et mouvante.

*
**

Naturellement, nous n'avons pas consacré une rubrique spéciale de notre tableau aux Sociétés anonymes qui, tout en se consacrant principalement à l'exploitation industrielle constituant leur objet propre, possèdent un portefeuille de valeurs et de participation plus ou moins étendu. Car *toutes les grandes Sociétés industrielles actuelles sont dans ce cas*. Depuis le début du xx^e siècle, en effet, la plus grande partie du développement industriel résulte moins de la création par souscription directe, publique ou privée, de sociétés tout à fait nouvelles, que de la constitution de sociétés filiales par d'anciennes sociétés, essaimant ainsi indéfiniment, par prolifération innombrable... Et c'est précisément cette *politique de participations* ⁽²⁵⁾ qui, dans certains cas, prête le flanc à la cri-

(25) Cette politique est parfois poussée à un degré considérable. C'est le cas, par exemple, de la Société Ougrée-Marihaye (au capital de 701 millions de francs belges), qui est le plus grand producteur d'acier et de fonte de la Belgique: Voici, d'après M. Paul Durand (« La Protection de l'Epargne », Paris, 1930, p. 49) quelles sont ses principales participations : Hauts Fourneaux de la Chiers; Usines à Tubes de la Meuse; Société Safak à Sclessin; Fours à coke de Zeebrugge; Hadir (Société des Hauts Fourneaux et Aciéries de Differdange, Saint-Ingbert, Rumelange); Union des Centrales électriques de Liège, Namur, Luxembourg; Union des Centrales électriques de la Sambre; Centrale Electrique des Flandres; Union Générale Belge d'Electricité; Union des Industries; Charbonnages des Six-Bonnières; Charbonnages Levant de Mons; Charbonnages Houtlagen; Mines de Fer de Sexey; Mines de Fer de Moultiers; Mines de Fer d'Ammermont-Dommary; Société Minière et Métal-

tique de l'actionnaire, « ce mal nécessaire » comme disent quelques Administrateurs de Sociétés anonymes ; car l'actionnaire d'aujourd'hui n'est pas toujours un simple « actionné » ni « ce Roi fainéant dont les Administrateurs sont les Maires du Palais », et il aspire souvent à devenir autre chose qu'un « éternel mineur », « loup ou agneau, mais toujours une bête »...

« Considérons en effet », écrit à ce sujet M. Lucien Bailly (26), « le cas d'une Société A qui prend une participation dans une Société a. Les bénéfices de la Société a sont distribués, partie à ses Administrateurs sous le nom de tantièmes, et partie, comme dividende, à ses actionnaires, notamment à la Société A, qui est actionnaire de a pour la quote-part correspondant à sa participation. — Que devient ce dividende encaissé par A ? Va-t-il être distribué aux actionnaires de la Société-mère A, aux frais de qui, indirectement, a été financée la Société filiale a ? Nullement, car la Société-mère A, qui ne distribue déjà pas la totalité de ses bénéfices industriels propres, va ajouter la partie non distribuée des dits bénéfices aux sommes reçues de sa filiale a, à titre de dividende, et accroître ainsi ses réserves ; celles-ci serviront à financer indéfiniment de nouvelles Sociétés filiales, b, c, d..., où il y aura

lurgique Alliance-Monceau ; Société Centrale de Belgique ; Société Belge Griffin ; Société Belge de l'Azote ; Union Chimique Belge ; Société Belge d'Electro-Chimie, etc...

C'est le cas, encore, de la Société des Hauts-Fourneaux et Fonderies de Pont-à-Mousson, la plus belle entreprise française de forge, qui possède actuellement près de 300 (trois cents) participations.

(26) *Revue de Sofinest*, Nancy, n° de juin 1930.

« de nouveaux postes d'Administrateurs et de nouveaux tantièmes, en quantités indéfiniment croissantes, en boule de neige »... Et M. Bailly en arrive à dire, sans trop exagérer, que *le développement industriel appauvrit le petit actionnaire au lieu de l'enrichir*, puisque sa part dans les bénéfices propres de sa société est d'autant plus réduite que, par l'extension de ses filiales, l'entreprise dont il est un associé semble plus prospère, ces bénéfices étant de plus en plus absorbés par le financement de ces filiales de plus en plus nombreuses. C'est ainsi que, toujours d'après M. Bailly, la Société, déjà citée, des Hauts Fourneaux et Fonderies de *Pont-à-Mousson*, dont le capital est de 40 millions, gagnerait, à elle seule, sans ses participations, 120 millions par an, mais en distribuerait seulement 10 à ses actionnaires et en affecterait 30 à son exploitation propre et 80 à de nouvelles participations; « si donc » — nous citons textuellement — « Pont-à-Mousson renonçait aujourd'hui à « développer ses participations, elle pourrait, tout en « se développant elle-même avec la même rapidité, « distribuer 90 millions au lieu de 10. Le système « des participations escamotées appauvrit par conséquent les actionnaires des 8/9^{es} de leur revenu « normal, au lieu de les enrichir ».

Nous avons tenu à parler de la campagne de M. Bailly, — non pas, certes, que nous approuvions tout de ses procédés, ni même de son argumentation — pour faire bien saisir la complexité actuelle des questions de finance industrielle, et pour justifier ce que nous disions plus haut de l'interpénétration récipro-

que, au sein d'une même entreprise, des éléments distinctifs de plusieurs types de Société de portefeuille. Nous reviendrons d'ailleurs, en parlant des holdings considérées du point de vue de l'épargnant, sur la question des « cascades de tantièmes » et de l'abus des participations (27).

*
**

Signalons — pour en terminer avec ces considérations générales — qu'à l'inverse de ce qu'on pourrait croire après avoir lu M. Bailly, il arrive souvent qu'une entreprise augmente ses participations, non pas *concurrentement* avec son activité industrielle propre, mais, au contraire, *au détriment* de cette activité.

C'est le cas, par exemple, d'une Société très prospère qui, se sentant devenir trop grande, et, par là même trop lourde, s'ampute volontairement d'une partie de son actif — notamment de son actif à l'étranger (généralement pour des raisons d'ordre fiscal) — et en confie l'exploitation à une autre Société. Une telle société peut même se dépouiller, au profit d'une ou plusieurs autres Sociétés, de la *totalité* de son exploitation industrielle (28); elle n'est plus, dès lors, qu'une « holding », si elle a, en fait, le contrôle des dites So-

(27) Voir notamment sur ces divers points, Emm. Gounot : « L'entreprise industrielle d'aujourd'hui : sa structure juridique » (Compte rendu des *Semaines Sociales de France*, Besançon. 1929).

(28) C'est ce qui est arrivé, par exemple, pour la « Société Suisse de la Viscose », Société anonyme *française* qui, en 1922, a cédé ses Usines d'Emmenbrücke (Suisse) à une *Société Suisse*, dans le but de supprimer les inconvénients, *fiscaux* ou autres, qui résultaient en Suisse de sa nationalité française. Elle reçut, à cette époque,

ciétés, ou qu'un « omnium », si elle n'a dans ces sociétés qu'une participation insuffisante pour lui en assurer le contrôle.

Mais ce peut être aussi le cas d'une entreprise menacée de ne pas pouvoir continuer elle-même son exploitation ⁽²⁹⁾ : des embarras financiers, la crainte d'une faillite ou d'une dissolution avant terme, lui font désirer une rémunération certaine lui permettant de faire face à ses difficultés présentes. Elle cède dès lors son exploitation, avec tout ou partie de son actif social, à une nouvelle société. Elle ne cesse pas pour autant d'exister elle-même, mais elle n'a plus qu'un objet restreint — objet qui peut même se réduire à la seule gestion d'un portefeuille. Nous sommes dès lors en présence d'une société de façade, sorte de holding au petit pied, généralement appelée, d'ailleurs, à disparaître ou à se transformer à bref délai.

plus de 80 % du capital de la Société ainsi constituée (« Société de Viscose Suisse ») et, depuis, son activité se borne à contrôler sa filiale suisse et à encaisser la part de profits résultant de sa participation. Elle est, d'ailleurs, contrôlée elle-même par un groupe d'industriels et de financiers français (Groupe Gillet-Bernheim-Carnot), bien que cela ne ressorte pas de la composition très particulière de son Conseil d'Administration, qui comprend notamment : la Société anonyme de Participations industrielles et d'Etudes Minières, Président; la Société de Participations et d'Etudes de Sociétés, la Société de Participations Industrielles et de Recherches, la Société d'Etudes et de Participations industrielles.

Nous reviendrons sur ce point dans le titre II de cette seconde partie, quand nous étudierons les diverses genèses habituelles des holdings (voir *infra*, pp. 175 sqq.).

(29) Voir Gégout, *op. cit.* pp. 287 sqq.

SECTION II

LA SOCIÉTÉ DE PLACEMENT DIFFÈRE DES SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLES

Nous venons de nous étendre longuement sur les différences qui séparent la Société de placement des nombreuses autres sortes de Sociétés qui, comme elle, possèdent et gèrent un portefeuille. Nous serons beaucoup plus bref dans la comparaison qu'il y a lieu de faire, maintenant, entre la Société de placement et certaines autres Sociétés — assez rares d'ailleurs, en France du moins — qui se bornent à *gérer* des portefeuilles ne leur appartenant pas. C'est le cas de ces *maisons de gérance de portefeuilles libres* qui, sur les indications de leurs clients, se chargent de gérer, au mieux des intérêts de ceux-ci, des portefeuilles dont il suffit de leur faire connaître la composition ⁽³⁰⁾ (nature des valeurs possédées ; proportion de chaque

(30) Voir, par exemple, *pour la France*, la « Compagnie Internationale de Placements » (80, boulevard Haussmann, à Paris), qui, en novembre 1931, a fusionné avec la « Société Financière de France » ;

La Société « Gip » (Gestion d'intérêts privés), 4, avenue Carnot, à Paris, etc.

L'Union Syndicale financière — dont nous avons signalé précédemment, à propos d'une de ses filiales, l'Union Trust, la récente déconfiture — avait un but analogue qu'elle définissait ainsi : « Réunir le plus grand nombre de personnes gérant elles-mêmes leur fortune, chacune conservant son indépendance absolue ».

Voir sur toute cette question, Pujo, *op. cit.* pp. 295 sqq.

En Suisse, nombreuses sont les sociétés fiduciaires dont le rôle ne se borne pas à celui d'expert-comptable (que jouent, en France, les sociétés du même genre et, dans les pays anglo-saxons, les « Chartered Accountants ») et qui interviennent dans les affaires privées ou publiques comme « Trustees » ou comme *gérants de portefeuilles*.

sorte de valeurs). Là, ne joue pas du tout le principe de la *substitution de titres*. Il s'agit donc d'une sorte de Sociétés foncièrement différentes des Sociétés de placement proprement dites, sociétés dont, au surplus, le rôle économique est trop peu important pour que nous nous y attardions.

CHAPITRE II

Les divers types d'Investment Trusts Leur fonctionnement

Dire que la Société de placement pure limite rigoureusement son activité au placement de ses fonds en valeurs mobilières et à la gestion prudente et avisée du portefeuille ainsi constitué (exactement comme le ferait un capitaliste isolé agissant en « bon père de famille »), c'est dire qu'elle fonctionne à la manière d'une *Société coopérative de capitalistes*.

Mais cela ne suffit pas pour expliquer le mécanisme de son fonctionnement, étant donné surtout qu'il existe, dans les pays anglo-saxons, divers types d'Investment Trusts assez différents les uns des autres.

Nous nous proposons de passer en revue, dans ce chapitre, les principaux de ces types et d'exposer leur fonctionnement, cette étude devant, notamment, sim-

plifier considérablement notre tâche quand nous aurons à commenter (1) le projet de loi français sur les Sociétés de placement dont nous avons déjà parlé.

*
**

Dans son ouvrage, déjà cité, sur les Investment Trusts, le Docteur Robinson donne une classification détaillée des divers types d'Investment Trust existant aux Etats-Unis (p. 32). Nous préférons cependant adopter la classification plus simple indiquée par l'Attorney général de l'Etat de New-York, M. Ottinger, dans son rapport de novembre 1927 sur les Investment Trusts (2); et, avec ce dernier, nous distinguerons d'abord *deux types principaux* :

1° Les « *Management Investment Trusts* », où la Direction jouit d'une grande liberté d'action dans la conduite générale des affaires du Trust ;

2° Les « *Limited (or Fixed) Management Investment Trusts* », où les droits de gestion de la Direction sont limités statutairement (dans une plus ou moins grande mesure).

Nous subdiviserons ensuite la première classe en deux catégories, celle des *Trusts du type général ou discrétionnaire*, qui ne sont spécialisés dans aucune branche de placements, et celle des *Trusts du type*

(1) Voir *infra*, 3^e partie, chapitre II.

(2) Le titre de ce rapport était le suivant : « A Survey of the activities and Forms of Investment Trusts with Recommendations for Statutory Regulation by the New-York State Department of law ». Il prévoyait une réglementation légale des Investment Trusts, mais la proposition de loi correspondante fut repoussée par la Chambre des Représentants.

spécialisé ou semi-fixe, qui se confinent dans un genre de placements déterminé, et qui se rapprochent ainsi beaucoup des Trusts de la deuxième classe.

Nous étudierons ainsi, en 3 sections différentes :

- 1° Les Investment Trusts du type discrétionnaire ;
- 2° Les Investment Trusts du type semi-fixe ;
- 3° Les Investment Trusts du type fixe.

SECTION PREMIERE

INVESTMENT TRUSTS DU TYPE DISCRÉTIONNAIRE (3)

OU : A GESTION LIBRE (4)

OU : A PORTEFEUILLE MOBILE (5)

Ce type d'Investment Trust est de beaucoup le plus répandu en Ecosse et en Angleterre. On compte aussi bon nombre de ces Trusts aux Etats-Unis, où ils sont parfois classés sous la rubrique « *General Management Investment Trusts* », dénomination équivalente à celle de « Investment Trusts à gestion libre » qu'emploie M. Varangot.

Dans ces Investment Trusts, les dirigeants (« managers ») ont toute latitude pour effectuer les placements au mieux des intérêts de la société — dans les limites, naturellement, des réglementations légales du pays où fonctionne le Trust. Sans doute, il arrive que les statuts des Investment Trusts de ce type fixent le pourcentage maximum (en général 10 ou 15 %) du capital de la Société qui pourra être investi dans telle

(3) J. de Lander, *op. cit.*

(4) Joseph Varangot, *op. cit.*

(5) Abel Lévi, *op. cit.*

ou telle industrie déterminée (pétrole, charbonnages, électricité), mais cette répartition est laissée, le plus souvent, à l'appréciation des dirigeants du trust. Parfois, aussi, les statuts définissent l'orientation générale à donner aux placements de la Société, qui devront, par exemple, être effectués plus particulièrement dans tel ou tel genre de valeurs (américaines, européennes, coloniales, industrielles, commerciales), mais ils ne stipulent pas de limites précises.

C'est ainsi qu'à la « *Bankers Trust Company of America* », les gérants ne peuvent pas investir plus de 1 % du capital du trust en actions d'un pays autre que les Etats-Unis et le Canada, plus de 25 % en actions du Canada, plus de 15 % dans une même industrie quelconque, ni plus de 3 % dans une même société quelconque (6).

« *L'International Securities Corporation of America* », elle, s'oriente surtout vers les valeurs étrangères ; aussi, sur les 500 valeurs composant son portefeuille, avait-elle investi, en 1927, en % sur ses ressources totales : un peu plus de 57 % en Europe continentale ; 1,8 % dans l'Empire Britannique ; 7,6 % en Amérique centrale et Amérique du Sud ; 3,3 % en Asie ; et enfin 30 % aux Etats-Unis.

« *L'American Founders Corporation* » est, au contraire, particulièrement intéressée dans les valeurs des Etats-Unis, et spécialement dans les valeurs d'Investment Trusts à portefeuille mobile, dont elle assure la direction technique générale. Ce Trust repré-

(6) Flynn, *op. cit.* p. 26.

sente ainsi un organisme de placement au deuxième degré, un Super- « Investment Trust », qui devrait donner à ses actionnaires une garantie supérieure par cette double dissémination des risques. Nous nous expliquerons plus loin sur ce que nous pensons des organismes de ce genre, pratiquement inconnus en France, mais qui sont parfaitement admis en Amérique — où certains, d'ailleurs, ont donné de bons résultats.

*
**

Voyons comment fonctionnent les Investment Trusts à portefeuille mobile. Il s'agit de faire fructifier au maximum, tout en respectant les statuts, les fonds de la Société : « le principe fondamental », écrit M. Lévi (7), « est le déplacement des fonds par « *arbitrage* entre les marchés où les cours sont hauts « et l'argent à bon marché et les marchés où les cours « sont déprimés et l'argent recherché. Une surveil- « lance continue des principaux marchés du monde « est donc indispensable, en vue de recueillir le maxi- « mum de données économiques de toutes espèces ; « ce travail revient à un état-major de spécialistes en « informations et statistiques financières et de techni- « ciens en cette science spécifiquement américaine dé- « nommée « *business forecasting* » (c'est-à-dire *pré- « vision économique*) dont nous n'avons pas encore « d'équivalent en France. Les Américains, grands

(7) Abel Lévi, *op. cit.*, pp. 264 sqq.

« amateurs de statistiques, ont poussé très loin cette
« prévision en partant d'éléments les plus disparates, tels que le nombre des permis de construire et
« la production de charbon, qu'ils triturent en vue
« de trouver des nombres-indices jouant le rôle de
« baromètres des marchés financiers ; sans atteindre
« la précision absolue, illusoire, il est juste de reconnaître qu'ils peuvent opérer avec le maximum de
« chances dans une période de l'ordre du mois ; des
« précisions à plus longues échéances sont quelque
« peu sujettes à caution dans l'état actuel de la question.

« Ces spécialistes reviennent relativement assez
« cher aux Trusts (environ 1/2 % par an des ressources du Trust) ; aussi voit-on se former des organisations qui, moyennant rétribution, fournissent aux
« Investment Trusts toutes les informations et des
« services complets de prévisions. Parfois, ce sont les
« Trusts qui s'unissent pour recueillir à frais communs la documentation nécessaire, fort dispendieuse ». Dans d'autres cas, c'est, au contraire, tel grand Investment Trust qui prend l'initiative de louer ses propres Services de recherches et statistiques à d'autres Investment Trusts moins riches ou moins bien outillés (voire à des Sociétés industrielles ou même à des particuliers), et qui arrive ainsi à récupérer jusqu'aux trois quarts des dépenses qu'il engage pour les Services en question. Cette pratique se développe beaucoup depuis quelque temps sous la pression de la nécessité qui oblige les grands Trusts

à faire argent de tout et les petits à comprimer plus encore leurs frais généraux.

Rappelons enfin que nous avons vu précédemment un Investment Trust, la « American Founders Corporation », assurer la direction technique, en même temps que le financement, d'autres Investment Trusts à portefeuille mobile.

*
**

« Pour saisir le fonctionnement des rouages d'un
« tel Trust à portefeuille mobile », poursuit M. Lévi,
« supposons un exemple concret : d'une part, la Di-
« rection du Trust constate que ses titres d'emprunt
« canadien sont à des cours élevés donnant un taux
« de capitalisation assez bas de 2 % ; d'autre part,
« ses services d'information lui signalent depuis quel-
« que temps qu'une crise particulièrement sévère sé-
« vit au Japon, laquelle, suivant certains indices, se-
« rait en voie de régression. Ses techniciens lui sou-
« mettent donc toute la documentation sur les valeurs
« japonaises, avec graphiques à l'appui ; la Direction
« retient, après examen d'une série de valeurs, l'ac-
« tion Mitsubishi comme offrant les meilleures garan-
« ties à tous égards, notamment par la grande stabi-
« lité de son dividende ; or, cette action est tombée,
« par suite d'une panique bancaire qui vient de sévir
« sur les marchés financiers japonais, à un cours
« présentant un taux de capitalisation de 10 %. Une
« décision est prise et les ordres sont passés afin d'ar-

« bitrer les valeurs canadiennes contre des actions de
« Mitsubishi.

« Cette opération-type montre la genèse des pro-
« fits pour un Trust à portefeuille mobile : d'une
« part, *revenu* par encaissement des coupons déta-
« chés des titres en portefeuille ; d'autre part, *plus-*
« *values* possibles en capital à la revente de ces ti-
« tres. Dans les Trusts anglais, ces plus-values appa-
« raissent, non pas en profits distribuables, mais sous
« forme de réserves susceptibles d'être distribuées ul-
« térieurement sur décision du Conseil de direction.
« En Amérique, au contraire, les dispositions fiscales
« obligent les Trusts à incorporer ces plus-values dans
« les profits nets. Une question importante à cet égard
« est celle du *prix d'inventaire à donner au porte-*
« *feuille* : cours d'achat, cours à la fin de l'exercice,
« cours intermédiaire ? En général, les grands Invest-
« ment Trusts inventorient les titres du portefeuille
« au cours d'achat et, lorsqu'une partie d'un lot d'une
« valeur a pu être vendue à profit, le bénéfice ainsi
« réalisé est passé en amortissement sur le solde des
« titres de cette valeur encore en portefeuille, jusqu'à
« ce que le lot entier ait pu être réalisé ; si la vente
« totale du lot fait ressortir un bénéfice, ce profit est
« alors passé, suivant les cas, en réserves ou en pro-
« fits distribuables ».

En procédant de cette façon, les grands Trusts ont pu, dans les années qui précédèrent la crise actuelle, amasser des réserves extrêmement importantes (8).

(8) Dès 1928, les principaux Investment Trusts anglais avaient amassé progressivement des réserves apparentes qui s'élevaient à

Naturellement, la valeur de toutes ces réserves varie suivant le *degré de liquidité* du portefeuille. C'est qu'en effet, en matière de placement, il ne suffit pas d'acheter ; il faut encore pouvoir *réaliser* sans provoquer d'effondrements des cours (au moins en *période normale*, car en cas de *panique* boursière, toute réalisation est momentanément impossible à des prix raisonnables). A cet égard, il est intéressant de signaler, à titre d'exemple, que le rapport annuel de l'« International Securities » pour 1927 ⁽⁹⁾ insistait sur l'état prospère des affaires de la société en mentionnant que les 80 % du portefeuille pourraient être réalisés en 48 heures, sans provoquer de tassement appréciable des cours, et que, pour les 20 % du solde, la durée de la réalisation n'excéderait pas un mois.

**

Entrons maintenant dans le détail de la *structure* et des *résultats* des Investment Trusts *britanniques* ⁽¹⁰⁾, qui sont plus particulièrement offerts en modèle à l'économie financière française.

Remarquons d'abord que tous émettent des *obligations*, de telle sorte que les fonds dont ils disposent

62 % de leur capital d'actions ordinaires, alors que les Investment Trusts écossais, ce qui ne saurait étonner de la part d'un peuple particulièrement économe, disposaient de réserves équivalant à 117 % de leur capital. (Gaël Fain, à la Société d'Economie Politique, 5-12-29).

(9) Aujourd'hui, ce rapport serait vraisemblablement moins optimiste. Il est vrai que la situation actuelle des grands marchés financiers peut n'être pas considérée comme *normale*.

(10) Voir la *Vie Financière* du 3 septembre 1931.

proviennent non seulement des capitaux à eux apportés par leurs actionnaires, mais encore des prêts qui leur sont faits par des obligataires. Sans doute y a-t-il là quelque chose d'anormal, à première vue du moins, car l'obligation ne répond pas au but que se proposent les Sociétés de placement, lesquelles doivent être en réalité un consortium d'*actionnaires* renonçant à placer eux-mêmes leurs capitaux, et les mettant en commun pour profiter de la compétence d'un bon service de placement. L'objection est parfaitement juste en elle-même. Mais il est incontestable que les placements à revenu fixe exercent et exerceront encore pendant longtemps une grande séduction sur le public, et les Sociétés de placement ont bien le droit, en somme, de ne pas refuser les apports de cette nature ⁽¹¹⁾. En outre, il est normal qu'une Société de placement emprunte au taux relativement favorable que lui permet son crédit et emploie les fonds ainsi obtenus en obligations à rendement plus élevé. On pourrait établir actuellement une assez longue liste d'obligations étrangères offrant les garanties adéquates ainsi qu'un rendement suffisamment rémunérateur pour servir de contre-partie à une émission d'obligations (exemple des obligations Carolus Magnus 6 1/2 % garanties inconditionnellement et solidairement par trois des premières Sociétés métallurgiques françaises).

Cette parenthèse fermée, nous constatons avec M. Druart ^(11 bis) que la très grande majorité des Invest-

(11) Voir Christian Lazard, dans la *Revue des Deux Mondes*, du 1^{er} février 1931.

(11 bis) Cité par la *Vie financière* (n° du 7-9-1931).

ment Trusts britanniques ont leur capital-actions constitué à raison de 60 % environ par des actions privilégiées ayant droit à un dividende préférentiel, fixe et cumulatif, et de 40 % environ par des actions ordinaires recevant le solde du revenu net après paiement du dividende fixe aux actions privilégiées (intérêt qui varie de 4 à 5 % suivant les sociétés, la modicité et la fixité de ce taux étant compensées par la sécurité que présente cette catégorie d'actions) (12).

Après apurement des charges fixes du trust (intérêt aux obligations et dividende aux actions ordinaires), toute progression dans les revenus du trust profite uniquement aux actions ordinaires qui sont, somme toute, les seules valeurs vivantes de l'entreprise, pâ-

(12) D'après M. Gaël Fain (séance de la Société d'Economie Politique de Paris du 5 décembre 1929), en 1928, la proportion des émissions des Investment Trusts anglais était la suivante :

A 44 £ d'obligations (« debentures ») correspondaient 66 £ d'actions de nature diverse; à 25 £ d'actions à revenu fixe (« preference shares » ou « preferred stocks », sortes d'obligations de deuxième rang, à intérêt non garanti et généralement cumulatif, dont le type est presque inconnu en France), correspondaient 25 £ d'actions ordinaires (« common stocks »).

En Ecosse, à 50 £ d'obligations correspondaient 30 £ d'actions à revenu fixe et 20 £ d'actions ordinaires (ce sont là les proportions mêmes qu'indique M. Druart).

On se rend ainsi compte que les obligations des Investment Trusts écossais sont particulièrement bien gagées (elles sont couvertes à raison de $100/50 = 200$ % par les valeurs de premier choix qui composent le portefeuille de la Société); il en est de même, quoiqu'à un degré moindre, de leurs actions à revenu fixe (couvertes en seconde ligne à raison de $50/30 = 166$ %). Aussi le public s'est-il habitué à considérer ces divers titres comme des valeurs « dorées sur tranche » (Gaël Fain : « Les Sociétés de placement », p. 12).

A l'inverse des Investment Trusts britanniques, les Investment Trusts américains — qui d'ailleurs se soucient moins d'améliorer leurs revenus que de réaliser des plus-values en capital (voir Gaël Fain, *op. loc.* p. 13) — émettent beaucoup plus d'actions que d'obligations : dans l'ensemble, cette proportion ressortait, à la fin de 1930, à 13 % d'obligations contre 87 % d'actions. Au surplus, cette répartition est très variable d'une Société à l'autre.

tissant de ses revers, mais profitant exclusivement de ses progrès.

Voici, par exemple, le « Banker's International Investment Trust ». Son capital est composé de la manière suivante :

Obligations 4 %	£ 900.000	»
Actions ordinaires 4 1/2 %	900.000	»
Actions ordinaires	900.000	»
		2.700.000 »

Les charges fixes s'élèvent donc au total de 76.500 livres sterling.

Si nous admettons que le trust est géré de manière à faire produire aux capitaux dont il dispose un rendement net moyen de 6 %, le revenu global sera de 162.000 £. Les charges fixes payées, il restera 85.500 £ pour le capital ordinaire. Comme ce dernier s'élève à 900.000 £, les détenteurs d'actions ordinaires obtiennent de la sorte un rendement de 9,5 % de leurs fonds.

Mais un trust prudemment géré ne distribue jamais la totalité des profits revenant aux actions ordinaires; il en réinvestit une partie, de façon à se créer des revenus progressifs.

Voici, à titre documentaire, un relevé des dividendes payés par le « Banker's International Investment Trust » à ses actions ordinaires depuis 1919 :

1919	5,5 %	1925	8,5 %
1920	6. %	1926	9,5 %
1921	6. %	1927	10. %
1922	6,5 %	1928	10,5 %
1923	7. %	1929	11. %
1924	7,5 %	1930	11. %

En 1930, le produit net revenant au capital ordinaire s'élevait à 14,71 % du montant nominal ; le dividende distribué étant de 11 %, il en résulte que 3,71 % du produit net furent réservés et réinvestis.

*
**

C'est à ces méthodes de gestion à la fois patientes et prudentes que les Investment Trusts britanniques doivent leur « rentabilité » certaine et presque régulièrement ascendante en dépit des crises les plus violentes. Car il est remarquable de constater que, malgré la crise aiguë de 1930 et 1931, rares sont les grands Investment Trusts qui aient réduit leur dividende.

Ce sont de véritables *sociétés d'assurance pour capitaux* ⁽¹³⁾.

A cet égard, le tableau ci-dessous ⁽¹⁴⁾ est particuliè-

* (13) Sur la question des Sociétés de placement considérées comme des Compagnies d'assurances contre les risques du placement en valeurs mobilières, on lira avec fruit une savante étude de M. A. P. de Mirimonde publiée dans la « Revue Générale des Assurances Terrestres » (Paris, 20, rue Soufflot, 2^e année, 1931, pp. 693 sqq.).

(14) Tableau publié par la « Vie Financière » du 14 septembre 1931 (d'après une enquête de « The Economist »).

On trouvera, dans le numéro du 7 septembre 1931 de la « Vie Financière », une série d'autres tableaux faisant ressortir la forte situation et les brillants résultats des grands I. T. britanniques.

rement suggestif. Il s'agit, d'une part, des 10 plus grands Investment Trusts britanniques d'avant-guerre, et, d'autre part, des 10 plus grands Investment Trusts d'après-guerre.

Noms des Investment Trusts	Date de la clôture du bi an	Valeur liquidative nette de 100 actions	Valeur boursière de 100 actions	Rapport (en %) entre la valeur boursière et la valeur liquidative
INVESTMENT TRUSTS D'AVANT-GUERRE				
Scottish Amer.....	déc. 31/30	257	400	156
British Investment.....	janv. 1/31	300	375	125
Mercantile Investment.....	janv. 31/31	171	270	158
United States Debenture.....	janv. 31/31	194	215	111
Alliance Trust.....	janv. 31/31	325	530	163
Industrial and General.....	mars 31/31	207	275	132
Investment Trust Corporation..	mai 1/31	265	345	130
Banker's Investment.....	avril 30/31	139	160	116
Foreign American and General	mars 15/31	129	140	109
American Inv. and General....	Mars 15/31	149	180	121

INVESTMENT TRUSTS D'APRÈS-GUERRE				
Friar's Investment.....	fév. 15/31	70	62 1/2	89
London Border and General...	janv. 31/31	2	45	1.800
London & Holyrood.....	mars 31/31	52	100 1/2	193
Nineteen Twenty Eight.....	mars 31/31	68	65	103
English and International....	avril 5/31	39	50	128
Abbots Investment.....	avril 15/31	63	62 1/2	99
Scottish United Investors.....	déc. 31/30	70	180	257
Nineteen Twenty Nine.....	mars 31/31	58	60	103
Winterbottom Trust.....	mars 31/31	36	55	153
Anglo-Celtic Trust.....	avril 5/31	77	110	143

On voit que les cours des actions des 10 Investment Trusts d'avant-guerre font tous ressortir une estimation boursière supérieure à la valeur liquidative. Et quant aux Sociétés d'après-guerre, il en est 8 pour lesquelles on peut faire la même constatation ; pour les 2 autres, l'excédent de la valeur liquidative sur la valeur boursière est très faible (11 % dans un cas, 1 % dans l'autre).

Signalons encore, dans le même ordre d'idées, les résultats d'une enquête faite au milieu de l'année 1931, par la revue anglaise *The Economist* (15), sur les bénéfices réalisés par les diverses entreprises britanniques au cours de l'année 1930. Ces résultats, condensés dans le tableau suivant, montrent qu'après les sociétés de services publics (gaz, eaux, électricité), ce sont les Investment Trusts qui ont le mieux supporté la crise, les bénéfices nets de 28 d'entre eux étant, pour 1930, supérieurs de 3 % à ceux de 1929 !

	Nombre de sociétés	Bénéfices nets		Augmen- tation ou dimi- nution
		1929	1930	
		£	£	%
Brasseries	12	1.003.202	976.806	— 2,5
Métallurgie	12	716.479	524 524	— 26,7
Soc. Foncières et Financières	9	527.248	473.946	— 10,0
Caoutchoucs	4	51.615	1.366	— 97,3
Navigation	7	298.221	289.506	— 3,0
Electricité	17	1.863.450	1.923.285	+ 3,2
Magasins	8	1.057.994	1.015.705	— 4,0
Trusts	28	1.642.884	1.692.800	+ 3,0
Eaux	6	419.521	436.017	+ 3,8
Gaz	34	1.932.492	2.104.481	+ 8,9
Textiles	16	1.761.942	568.338	— 67,7
Divers	101	6.452.323	6.596.413	+ 2,2
	254	17.727.371	16.603.187	— 6,3

(15) Citée par l' « Information » du 10 juillet 1931.

SECTION II

INVESTMENT TRUSTS DU TYPE SEMI-FIXE ⁽¹⁶⁾,
OU A DROITS DE GESTION LIMITÉS ⁽¹⁷⁾,
OU A PORTEFEUILLE DEMI-FIXE ⁽¹⁸⁾

La Direction d'un tel Trust a, de par les statuts, les pouvoirs nécessaires pour acheter et vendre des titres — et, en cela, les Investment Trusts du type semi-fixe ne se différencient pas des Investment Trusts classiques du type discrétionnaire — mais *elle doit remployer* intégralement le montant de ses ventes en achats de valeurs prises dans une liste de remplacement établie à la constitution du Trust; en outre, un certain pourcentage des ressources de la Société ne pourra en aucun cas être dépassé comme participation dans une seule valeur, un seul pays, ni même un seul genre d'entreprises.

Ces ventes de titres peuvent être faites :

soit lorsque les titres visés ont pris une certaine plus-value par rapport à leur cours d'achat ;

soit lorsqu'ils risquent, en raison de la mauvaise gestion de la Société qui les a émis, de voir leur valeur sérieusement réduite.

Inutile de dire que les restrictions apportées par les statuts aux pouvoirs de gestion des dirigeants peuvent être plus ou moins sévères, si bien qu'il existe toute une gamme d'Investment Trusts du type semi-

(16) Joseph Varangot, *op. cit.*

(17) Gaël Fain, *op. cit.*

(18) Abel Lévi, *op. cit.*

fixe, les uns se rapprochant plutôt des Trusts du type discrétionnaire que nous venons d'étudier, les autres ressemblant davantage aux Trusts du type fixe (Fixed Trusts) que nous décrirons dans la section suivante.

*
**

Voici, par exemple, l'*Union Trust*, un des très rares Investment Trusts créés jusqu'à présent en France. L'article 3 de ses statuts décide que :

1° Le capital de la Société sera investi seulement en valeurs cotées ;

2° Le capital social ne pourra être investi dans une même entreprise que jusqu'à concurrence d'un maximum de 4 % du montant du capital nominal de l'*Union Trust* ;

3° La Société ne devra jamais consacrer plus de 30 % de son capital nominal aux valeurs étrangères de toutes espèces, ni plus de 30 % aux fonds d'Etat français et étrangers, ni plus de 25 % à des obligations ou titres à revenus fixes, français ou étrangers ;

4° Par catégorie d'entreprises, la Société ne devra jamais consacrer plus de :

10 % du capital en valeurs d'Alimentation et Hôtels ;

10 % du capital en valeurs d'Assurances ;

10 % du capital en valeurs de Banques ;

10 % du capital en valeurs de Canaux ;

10 % du capital en valeurs de Caoutchoucs ;

- 5 % du capital en valeurs de Carrières, ciments et matériaux de construction ;
- 10 % du capital en valeurs de Chemins de fers et Tramways ;
- 5 % du capital en valeurs de Comptoirs et Sociétés commerciales ;
- 10 % du capital en valeurs diverses ;
- 10 % du capital en valeurs de Docks et Eaux ;
- 10 % du capital en valeurs d'Electricité ;
- 10 % du capital en valeurs d'Electrochimie ;
- 5 % du capital en valeurs de Filatures ;
- 5 % du capital en valeurs de Forges et Fonderies ;
- 5 % du capital en valeurs de Gaz ;
- 10 % du capital en valeurs de Houillères ;
- 10 % du capital en valeurs d'Industries agricoles ;
- 10 % du capital en valeurs de Mines métalliques ;
- 10 % du capital en valeurs de Pétroles ;
- 5 % du capital en valeurs de Phosphates et Salines ;
- 10 % du capital en valeurs de Ports et Transports ;
- 10 % du capital en valeurs de Produits chimiques ;
- 10 % du capital en valeurs de Sociétés Foncières et Immobilières ;
- 10 % du capital en valeurs de Textiles naturels et artificiels ;
- 10 % du capital en valeurs de Transformation de métaux, Constructions mécaniques et électriques ;
- 10 % du capital en valeurs de Trusts et Sociétés financières (19).

(19) Voici quels étaient les pourcentages *effectifs* de chaque

5° La Société s'interdit toutes opérations de banques, avances en comptes courants, escomptes et crédit;

6° *La Société ne participera pas à la Direction ef-*

catégorie de valeurs détenues par l'Union Trust à la fin des trois derniers exercices :

Valeurs	Capital investi		
	au 30 Juin 1929	au 30 Juin 1930	au 30 Juin 1931
d'Alimentations et Hôtels	1,81%	3,18%	2,68%
d'Assurances	—	0,79	0,84
de Banques	8,88	3,15	7,69
de Canaux	0,88	—	—
de Caoutchoucs	5,59	6,62	6,62
de Carrières, etc... ..	1,18	1,33	1,07
de Chemins de fer et Tramways	1,31	0,68	0,76
de Comptoirs, etc... ..	1,01	1,01	1,01
Diverses	2,87	5,70	5,13
de Docks et Eaux	—	0,69	0,39
d'Electricité	7,53	9,38	9,94
d'Electrochimie	4,32	5,01	5,20
de Filatures	—	—	—
de Forges et Fonderies	3,29	3,50	3,50
de Gaz	0,97	0,07	0,07
de Houillères	0,47	0,84	0,65
d'Industries agricoles	0,10	0,09	0,09
de Mines métalliques	5,12	5,56	5,99
de Pétroles	5,52	5,83	5,73
de Phosphates et Salines	—	—	—
de Ports et transports	3,46	3,64	3,19
de Produits Chimiques	4,80	5,91	5,89
de Sociétés Foncières, etc.	2,28	6,55	9,20
de Textiles, etc.	2,35	2,34	2,23
de Transformations de métaux, etc.	2,43	2,15	2,15
de Trusts, etc.	9,01	7,32	7,32

Il est intéressant de remarquer que, pour échapper dans la mesure du possible à la crise mondiale (qui a si durement touché, malgré tout, son portefeuille : 70 % de perte en décembre 1931 par rapport au prix de revient !), l'Union Trust a cherché un refuge dans les valeurs d'électricité (15,14 % du portefeuille en 1931, contre 11,85 % en 1929, pour le groupe Electricité-électrochimie) et de sociétés foncières (9,20 contre 2,28). Il s'est surtout débarrassé, au contraire, des valeurs de Banques, Trusts et Sociétés financières (17,89 % en 1929; 15,01 % en 1931).

fective des entreprises et affaires ; elle pourra faire partie de Conseils d'administration ou de Comités de surveillance ou s'y faire représenter. Elle s'interdit toute majorité d'entreprises.

*
**

Voici, enfin, l'*Union Internationale de placements*, à Luxembourg, dont les statuts sont ainsi rédigés en ce qui concerne les « Placements de la Société (Titre IX, art. 33) » :

« Dans ses décisions concernant les placements de
« la Société, le Conseil d'administration restera sou-
« mis aux règles expresses ci-après énoncées :

« a) La Société ne placera pas plus de 20 % de ses
« ressources totales dans un même pays...

« Cette limitation de 20 % ne s'applique pas aux
« Etats-Unis d'Amérique.

« b) La Société ne placera pas plus de 4 % de ses
« ressources totales... dans les titres d'une même col-
« lectivité publique ou privée.

« Le Conseil d'administration pourra excepter de
« cette limitation les fonds des Etats désignés par lui.

« c) La Société ne pourra pas posséder plus de 2 %
« du montant d'une même émission.

« d) La Société ne placera en valeurs à revenu va-
« riable qu'au plus 70 % de ses ressources propres...

« e) La Société ne placera en valeurs à revenu va-
« riable qu'au plus 20 % du produit net des émissions
« d'obligations ou de bons. »

*
* *

Parfois, au contraire, les statuts sont rédigés de façon très libérale. C'est ainsi que, dans les Trusts à *portefeuille spécialisé* (« *specialized management trusts* ») — intermédiaires entre les Trusts du type discrétionnaire et les Trusts du type semi-fixe — la seule restriction imposée à la Direction concerne la catégorie de valeurs dont doit obligatoirement se composer le portefeuille à l'exclusion de toutes autres. Voici, par exemple, la « *Bankshares Corporation of U. S. A.* » qui n'a en portefeuille que des actions de banques ou de corporations financières ; l'« *Insuranshares Company of New-York* », que des valeurs d'assurance ; la « *Oil Shares Incorp.* », que des valeurs de pétrole (avec la restriction supplémentaire que 50 % au moins des ressources doivent être investies en valeurs du groupe « *Standard Oil* »), etc.

Voici encore, toujours aux Etats-Unis, le « *Massachusetts Investors Trust* », dont les opérations sont limitées aux titres figurant sur une liste de quelque 160 valeurs déterminées dans ses statuts, et qui se rapproche ainsi beaucoup des « *fixed trusts* » déjà mentionnés.

Voici, enfin, — en France, cette fois — la *Sofinest* (Société financière de l'Est), déjà citée, elle aussi, qui n'a guère — en fait — dans son portefeuille, que des actions de l'industrie métallurgique lorraine, parce que son fondateur, M. Lucien Bailly, connaît particulièrement bien ce genre de valeurs, et qu'il estime que « la valeur exceptionnelle du gisement minier « *ferrière lorrain* assure aux Sociétés qui le possè-

« dent et l'exploitent un avenir incomparable » (20).
Au 31 décembre 1930, les 150 millions du capital de Sofinest se trouvaient investis de la manière suivante :

6.518 actions Longwy anciennes,
1.630 actions Longwy nouvelles,
7.908 actions Micheville,
4.722 actions Châtillon-Commentry,

(20) Extrait du rapport présenté par le Conseil d'Administration de Sofinest à l'Assemblée générale du 18 mai 1931.

Au cours de la discussion qui a suivi la lecture de ce rapport (on en trouvera le compte rendu « in extenso » dans l'« Information » du 29 mai 1931), quelques idées intéressantes furent échangées sur la question de l'achat de ses propres actions par la Société, de l'AUTO-RACHAT, comme dit M. Picard, Professeur à la Faculté de Droit de Paris, dans son brillant article du 10 mai 1931 sur « la défense des actionnaires » (dans la « Revue Politique et Parlementaire »).

Il s'agit de s'entendre sur ce qu'on appelle l'auto-rachat. Si, à l'instar de certains Investment Trusts américains, une société de placement française voulait acheter en Bourse un certain nombre de ses propres actions, supposées exagérément dépréciées eu égard à leur valeur liquidative nette, EN MÊME TEMPS qu'elle vend, pour payer cet achat, une part exactement correspondante de son portefeuille, elle ne trouverait guère d'approbateurs, croyons-nous; et cependant cet achat, supposé complété par une opération en sens inverse réalisée peu de temps après, peut procurer à la Société des bénéfices substantiels.

Que si la Société, en procédant à des achats sur le marché de ses propres titres, achats effectués, par hypothèse, avec son propre capital, entend réduire ce capital par une destruction des actions en question officiellement décidée et portée à la connaissance des tiers, rien ne s'oppose à cette opération.

Que si, enfin, la Société utilise une partie de ses profits et revenus à des achats de ses actions effectués soit pour en soutenir les cours sur le marché, soit dans l'espoir de les revendre plus tard avec bénéfice, elle agit légalement, croyons-nous; mais le procédé est dangereux et ne saurait être conseillé; au surplus, les Administrateurs de la Société feraient bien, à notre avis, d'obtenir au préalable l'autorisation des actionnaires.

— Voir, sur toute cette question de l'auto-rachat dans la société anonyme en général, un excellent article de M. P. Jaudel, dans l'« Information » du 2 mai 1931 : « L'achat par une société de ses propres actions ».

7.502 actions Marine-Homécourt,
3.390 actions Lorraine Minière et Métallurgique,
7.575 actions Senelle-Maubeuge,
400 actions Kali Sainte-Thérèse nouvelles,
580 actions Pont-à-Mousson anciennes,
145 actions Pont-à-Mousson nouvelles,
2.084 actions Mines de Segré anciennes,
2.161 actions Mines de Segré nouvelles,
5.895 actions Forges et Aciéries du Nord et de l'Est,
100 actions Creusot,
100 actions Sarre-et-Moselle anciennes,
100 actions Sarre-et-Moselle nouvelles,
93.240 francs de rente 6 % 1927,
1 Kux Max,
1 Kux Marie-Louise,
303 actions Mines de Saint-Avold,
130.000 francs de participations diverses.

Il n'est que juste, d'ailleurs, de faire remarquer, que la plupart des affaires dont Sofinest est actionnaire comportent chacune de nombreuses participations, de sorte que Sofinest, par leur intermédiaire, a réparti ses capitaux en plus de 100 entreprises diverses, tant en France et aux colonies qu'à l'étranger ⁽²¹⁾.

Notons, par contre, que les statuts de Sofinest nous paraissent avoir assigné à la Société un objet beaucoup trop vaste et trop mal délimité pour qu'on ne

(21) Pujo, *op. cit.* p. 360, note 2.

soit fondé à redouter qu'elle dégénère un jour ou l'autre en Société de financement et de lancement, voire en holding. Nous lisons, en effet, à l'article 3, que la Société pourra « d'une manière générale, faire « toutes opérations financières, commerciales, industrielles, mobilières et immobilières, de quelque nature que ce soit, y compris la participation directe ou indirecte par voie de création de Société, association, syndicat, d'apport, de souscription, de fusion, alliance, ou de toute autre manière, dans toutes transactions, affaires et entreprises, quel que soit leur objet ».

*
**

Les Investment Trusts du type semi-fixe étaient très répandus aux Etats-Unis jusqu'à ces dernières années. Mais, à la suite de la crise boursière qui, commencée en 1929, n'est pas terminée à l'heure actuelle, une désaffection marquée s'est manifestée, de la part du public américain, à l'égard de ces Trusts, comme aussi, d'ailleurs, des Trusts à gestion libre.

Le tableau suivant ⁽²²⁾, basé sur les cours cotés à la date du 31 décembre 1930, illustre bien ces considérations :

(22) Voir la « Vie Financière » du 14 septembre 1931. On trouvera un tableau plus important et plus détaillé dans la « Revue d'Economie Politique » de 1931 (p. 1623). Ce tableau fait partie d'une savante étude de M. Philippe Schwob intitulée : « Les Investment Trusts américains et la crise de 1929-30 ».

Noms des Investment Trusts	Valeur liquidative nette de l'action au 31-12-30 en \$	Cours de l'action au 31-12-30 en \$	Rapport entre le cours et la valeur liquida- tive nette de l'action %
Blue Ridge Corpor.	4,57	3 1/8	68
Niagara Share Corpor	8,43	6 1/2	77
Continental Shares	15,61	8 1/2	54
Goldman Sachs Trading ..	12,40	5 3/4	46
Lehman Corporation (23) ..	75,49	53 7/8	71
Tri-Continental	10,30	6 1/4	61
Shenandoah Corporation . . .	3,32	3 5/8	109
Adams Express	16,40	16 1/2	101
American International . . .	19,94	19 1/4	97
Petroleum Corpor. of Ame. .	13,82	6 7/8	50
U. S. and Foreign Secur....	9,41	7 3/8	78
General American Invest ..	5,53	4 3/4	86
Sterling Securities	13,48	6 1/2	48
American European Sec ...	29,50	18 1/2	63
Fourth National Investors .	37,36	21 1/2	58
Mayflower Associates	54,93	40 1/4	73
Massachusetts Investors . . .	30,65	31	101
Railway and Light Secur. ..	45,22	36	80
Amer. British and Contin. .	80,94	49 3/4	61
Commonwealth Securities .	12,31	15	122

Comme on le voit, 4 seulement des 20 Investment Trusts envisagés avaient, à la fin de 1930, une capitalisation boursière plus élevée que la valeur liquidative de leur actif net ; pour les 16 autres, la bourse les évaluait à un taux inférieur de 3 à 54 % à leur valeur liquidative nette.

(23) Voir *supra*, p. 25, ce que nous disons de la Lehman Corporation.

Nous avons constaté, au contraire, que, pour les Investment Trusts écossais et anglais, la faveur très justifiée dont ils jouissaient auprès du public avant la crise de 1929 ne s'est pas démentie depuis.

SECTION III

INVESTMENT TRUSTS DU TYPE FIXE, OU RIGIDE (24)

(« FIXED TRUSTS »)

Tout le succès des Investment Trusts britanniques résidait dans la division des risques qu'ils avaient eu la prudence de pratiquer à l'extrême et l'abondance des réserves qu'ils avaient eu la sagesse de constituer.

Les Américains ont cru mieux faire que leurs devanciers et ont mis sur pied une autre sorte de Société de placement qu'ils ont appelée Fixed Trust, c'est-à-dire Trust fixe.

*
**

Dans l'Investment Trust ordinaire, l'actionnaire est hors d'état de connaître, à chaque instant du moins, la composition et la valeur du portefeuille détenu par la société. Dans le Fixed Trust, au contraire, le choix des valeurs est fait à l'avance, après étude approfondie, et un portefeuille-titres est composé *invariablement* pour l'avenir, d'où sa dénomination. On appelle « unité de placement » la subdivision du lot de titres représentant ce portefeuille-type.

(24) Varangot, *op. cit.* p. 29.

A partir de ce moment, le trust aura pour rôle, soit l'achat de titres composant ce portefeuille-type et l'émission, en contre-partie, d'actions de participation, soit la revente des titres en question pour rembourser éventuellement les porteurs d'actions du trust qui le demanderont.

Il devra, en outre, encaisser les dividendes et répartitions revenant aux titres en portefeuille, exercer ou vendre les droits de souscription y afférents et généralement faire le nécessaire pour la gestion de ceux-ci. Les coupons, dont sont munies les actions du Trust, permettront la répartition périodique entre leurs propriétaires des revenus ainsi encaissés.

Il apparaît donc que la valeur des actions du Trust variera parallèlement aux cours du portefeuille qu'elles représentent, augmentés des coupons encaissés et non encore répartis.

Dans la pratique, le nombre des valeurs introduites dans l'unité est fort variable ; certains Fixed Trusts se limitent à trente valeurs différentes, d'autres en utilisent jusqu'à cent.

L'unité ainsi composée est déposée chez un « trustee » qui, le plus souvent, est une autre grande banque.

Le trustee, après avoir vérifié l'unité, en prend réception et délivre comme contre-partie des certificats fractionnaires (« Bankers Shares » ou « Trustee Shares »), par exemple un millième, un dix-millième de la valeur de l'unité déposée.

Ces certificats sont alors écoulés dans le public par le groupe organisateur au prix coûtant plus une prime allant de 5 à 7,5 pour cent en moyenne et qui constitue le bénéfice de l'opération après déduction des frais généraux, de publicité, etc.

Le trustee encaisse les dividendes afférents aux titres dont il a accepté le dépôt, il réalise les droits de souscription, les actions distribuées sous forme de bonus, ainsi que les fractionnements, et distribue ces sommes aux porteurs de certificats.

La durée du contrat est généralement de 20 à 25 ans à l'expiration desquels les titres composant l'unité sont vendus et le produit de la vente remis aux détenteurs de certificats.

Comme on voit, le mécanisme de ces trusts est des plus simples et sa caractéristique principale consiste à *éliminer radicalement la gestion*, excepté lors du choix initial des valeurs destinées à entrer dans l'unité.

**

Le *modus operandi* des créateurs d'un trust fixe est facilement mis en lumière par le prospectus d'un organisme type de cet ordre : *le North American Trust*. Chaque action de ce Trust représente la deux-millième partie d'une « unité » détenue par la Guaranty Trust Company, en qualité de mandataire, et gagée sur quatre actions ordinaires de chacune des 28 grandes compagnies américaines ayant fait l'objet du

choix du Trust, après étude approfondie ⁽²⁵⁾, et sur un fonds de réserve de \$ 1.200.000.

Des certificats au porteur ⁽²⁶⁾ sont émis, sous des dénominations diverses, s'échelonnant de 10 à 10.000 parts (de 0,005 « unité » à 5 unités), et les souscripteurs peuvent les obtenir à un prix basé sur le cours de chacune des 28 actions envisagées (cours du Stock Exchange de New-York), plus :

- 1° le courtage ;
- 2° une charge de 18 cents par action pour émission et dépôt ;
- 3° 60 cents pour le fonds de réserve ;
- 4° 5 % du total ainsi obtenu pour couvrir les frais

(25) On trouvera la liste de ces 28 grandes entreprises dans la « Vie Financière » du 15 septembre 1931 (« Investment Trusts anglais et Investment Trusts américains »). Ajoutons que les 28 sociétés en question ont un âge moyen de 57 ans. Elles ont une distribution de dividendes ininterrompue de 33 ans et une moyenne de revenu net (pour les dernières cinq années) de plus de £ 250 millions. Leurs actifs réunis dépassent £ 4.800.000.000; leurs surplus et réserves sont supérieurs à £ 1.300.000.000. Les répartitions de dividendes qu'elles ont faites au cours des 18 dernières années eussent été suffisantes pour des paiements annuels aux actionnaires du trust fixe de 13,20 % (comprenant 4,75 % au titre « revenu » et 8,45 % sous forme d'actions).

(26) Ces certificats ont fait l'objet à Paris, en décembre 1931, d'un curieux procès qui s'est terminé par un jugement de la 11^e Chambre Correctionnel du Tribunal acquittant les Administrateurs de la « Corporation Financière générale », 11, rue d'Artois, à Paris.

Ceux-ci s'étaient vu inculper d'infraction à la loi du 31 mai 1916 (qui interdit, sauf autorisation spéciale, « l'émission, l'exposition, la mise en vente et l'introduction sur le marché en France de tous titres ou obligations, de quelque nature qu'ils soient, de villes, corporations ou sociétés étrangères... ») pour avoir entrepris, dans le courant de 1930, de placer en France des certificats du North American Trust dits « N. A. T. S. » (North American Trust Shares). Ils furent acquittés par le Tribunal, motif pris de ce que les N. A. T. S. doivent être considérés seulement comme des récépissés de dépôt, de simples certificats constatant un droit de propriété sur des valeurs et des espèces, et non pas comme des titres rentrant dans la catégorie de ceux que vise la loi de 1916 (voir, pour plus de détails, la « Vie Financière » du 19 décembre 1931).

de répartition ;

le prix définitif étant ajusté au huitième de « cent » immédiatement au-dessus.

Les actions reçoivent des répartitions semestrielles, basées sur les dividendes payés pour les titres acquis, avec, en outre, ce qui provient des droits, « boni » et subdivisions d'actions, lesquels, en vertu des clauses du contrat de Trust (« Trust Deed »), doivent être vendus par le mandataire. Si le total ainsi disponible pour un dividende semestriel est inférieur à 60 cents par action, le déficit peut être comblé par un prélèvement sur les espèces du fonds de réserve (payé par le capitaliste lors de l'achat originel). Cette partie du dividende, qui représente un intérêt de capital, peut être investie de nouveau, au choix de l'actionnaire, avec un escompte d'un demi-point au-dessous du cours des titres du trust.

*
**

Le succès des Fixed Trusts a été immédiat. En 1930, le montant total de leurs émissions dépassait 1 milliard de francs (27).

Le public a été frappé et séduit tout à la fois par les avantages qu'il a cru reconnaître dans cette sorte d'entreprises et qu'une société américaine résumait ainsi dans son prospectus d'émission :

1° Assurance d'une distribution semi-annuelle constante provenant des dividendes réguliers et supplémentaires déclarés sur les actions du portefeuille, du

(27) Pujo, *op. cit.* p. 337.

produit de la vente des droits, des boni en actions et des actions supplémentaires provenant de fractionnements, ainsi que de l'intérêt sur le fonds de réserve ;

2° Prix minime auquel ces titres se traitent et qui les met à la portée de tout épargnant ;

3° Faculté de souscrire à certaines époques à de nouveaux titres à un prix sensiblement inférieur au prix courant ;

4° Facilité de changer en certains cas ces titres pour le nombre d'actions du portefeuille auxquelles ils donnent droit ;

5° Négociabilité maintenue constamment par des centaines de distributeurs et par les organisateurs de certains de ces Trusts, à cause de l'émission continue des certificats ;

6° Impossibilité d'opérer aucune substitution dans les actions du portefeuille fixe, ce qui supprime les risques inhérents à la spéculation.

*
**

Cependant, cette formule si séduisante n'est pas sans présenter quelques *inconvéniens sérieux*.

Sans doute, la conduite du Trust étant une question de routine administrative, le capitaliste ne peut pas perdre son argent dans la spéculation ou à la suite d'irrégularités directoriales ou d'erreurs d'administration ; mais il le perdra si les entreprises auxquelles le Trust s'est intéressé une fois pour toutes viennent à décliner, puis à sombrer. Sans doute, le Trust ne paie pas de droits sur le capital, n'étant pas une

« company » ; mais le gain réalisé de ce fait est plus qu'annulé par le fait que l'importance des paquets d'actions composant chaque unité est faible. Le trust achète ses titres au détail, et donc, contrairement à la majorité des Investment Trusts britanniques, il n'obtient pas des conditions spéciales de souscription ou autres avantages d'achat en gros. Bien qu'il n'y ait point de rétribution prévue en faveur des Directeurs, les personnes qui s'intéressent à la création d'un trust ne se donnent évidemment pas la peine de le former dans des buts altruistes. Elles ne font pas face non plus aux dépenses de publicité et de répartition avec leur propre argent.

A cet égard, les chiffres que cite la *Vie financière* du 15 septembre 1931 sont significatifs. Envisageant une entreprise américaine déterminée du type « fixed Trust », elle écrit qu'à un jour donné de l'année dernière, la valeur totale sur le marché des actions que ce Trust avait en portefeuille était, pour chaque « unité », de \$ 14.150, chiffre auquel les commissions et le courtage ajoutaient \$ 47,50 (0,34 %), la charge pour émission et dépôt \$ 360 (2,45 %), le coût de la répartition et le bénéfice sur le prix de vente \$ 840 (5,95 %) et l'élévation du cours au huitième de « cent », sans autre fraction, \$ 70 (0,5 %). Ainsi, l'acheteur d'une « unité » entière aurait à payer, au total (sans parler du courtage), \$ 1.270 (soit 9 %) de plus que s'il achetait lui-même en Bourse les actions composant cette unité ; mais il devrait déboursier, entre outre, \$ 1.200 pour le fonds de réserve et

\$ 84,16 pour accumulation sous forme de dividendes non distribués, etc...

Au total, le prix d'achat global d'une unité entière ressortirait à environ 16.750 \$.

Considérons dès lors un gros capitaliste pouvant se permettre de dépenser ces 16.750 \$ pour l'achat d'une unité de placement entière. Il aurait évidemment meilleur compte, à tous points de vue, à acheter lui-même les actions représentées par cette unité ; ce faisant, il économiserait notamment \$ 1.270 de charges non recouvrables.

Quant au petit capitaliste (par exemple l'acheteur de 10 actions du Trust, qu'il paie $\frac{1}{200} \times 16.750 = 83,75$ \$), il n'est pas douteux, par contre, qu'il éparpille ainsi ses risques dans une mesure qu'il lui eût été pratiquement impossible d'obtenir autrement.

Cependant, on peut estimer que, cet avantage indéniable, il l'a payé trop cher.

*
**

« Une autre critique plus sérieuse encore du « trust fixe », dit *The Economist* (28), « c'est qu'il opère à l'encontre des théories généralement admises en Grande-Bretagne en matière d'Investment Trusts. Les actionnaires des Investment Trust écossais ou anglais sont disposés à payer les directeurs et les

(28) Cité par la « Vie Financière » du 17 septembre 1931 (« Investment Trusts anglais et Investment Trusts américains »).

« administrateurs pour les services qu'ils rendent en
« suivant la tendance de l'industrie et du marché et
« en s'intéressant à certaines valeurs au moment op-
« portun. Choisir un portefeuille de titres à un mo-
« ment absolument fortuit et l'enfermer pour une
« période allant jusqu'à 25 ans, c'est aller au devant
« d'un désastre dans un monde où la situation éco-
« nomique change avec une rapidité angoissante.
« Baser les calculs sur des faits survenus dans le
« passé est absolument illusoire. Il eût été impossi-
« ble, par exemple, en 1912, de choisir tous les ga-
« gnants de 1929-30 et il est dangereux de prétendre,
« comme le font les trusts fixes, que les gagnants
« de 1929-30 seront les gagnants de 1955. » (29).

Nous reprocherons encore aux « Fixed Trusts » de ne pas observer, ou de n'observer que partiellement, la règle — à notre sens fondamentale — de la *répartition des risques* en vue de leur compensation mutuelle. Nous constatons, en effet, que les valeurs composant le portefeuille du North American Trust étudié plus haut sont toutes américaines — il n'y a donc pas de dispersion géographique — et *sont toutes des actions ordinaires* — il n'y a donc pas de diversification financière —. La même constatation est faite par M. Pujo (30) à propos d'un autre grand Fixed Trust, « l'American Bank Business Shares Corporation ».

(29) La « Vie Financière » du 17 septembre 1931 fournit d'intéressantes considérations et des chiffres à l'appui de la critique formulée au texte.

(30) *Op. cit.* pp. 336 et 337.

Sans doute doit-on voir, dans cette façon de procéder des Fixed Trusts, la mise en application de la théorie de M. Edgar Lawrence Smith, très à la mode aux Etats-Unis à la fin de 1929, mais dont la faveur décline au fur et à mesure que la crise boursière se prolonge ⁽³¹⁾, d'après laquelle les placements en actions ordinaires sont préférables à tous autres, quand il s'agit d'investissement à très long terme ⁽³²⁾.

Enfin, les statuts de nombreux « fixed trusts » obligent ces établissements à réaliser tous les titres sur lesquels il n'est pas distribué, une fois ou l'autre, de dividende. — Cette clause nous paraît extrêmement dangereuse, en même temps que d'une prudence enfantine. Comme le faisait justement remarquer dernièrement le « Journal of Commerce » de New-York ⁽³³⁾, l'obligation ainsi faite aux Trusts en question « contribue à accentuer les mouvements de « baisse. D'autre part, nombreux sont les actionnaires de sociétés industrielles ou autres qui réalisent « dès que commence à courir le bruit d'une suppression de dividende, parce qu'ils savent que les « Investment Trusts réaliseront dès l'annonce officielle de la suppression et provoqueront ainsi une « nouvelle baisse du titre. C'est pourquoi on souhaiterait plus de souplesse et d'élasticité dans les statuts de ces Investment Trusts ».

(31) Voir *infra*, p. 144, note 19.

(32) Voir M. Edgar Lawrence Smith « Common Shares as long term Investment » (les actions ordinaires comme placement à long terme) New-York, 1929. Voir en outre *infra*, p. 127, note 10, et l'ouvrage de M. Kennett S. Van Strum : « Forecasting Stock Market Trends », New-York, 1927.

(33) Cité par l'« Information » du 21 janvier 1932, sous le titre : « Les Investment Trusts et l'orientation de Wall Street ».

Quoiqu'il en soit, il est curieux de noter en passant que c'est « par l'intermédiaire d'un Fixed Trust que « l'Etat français a pu obtenir pendant la guerre un « crédit de 100 millions de dollars sur le marché américain. L'*American Foreign Securities* a en effet été « constitué en 1916 dans le but de recevoir du gouvernement français de gros paquets de valeurs « étrangères que celui-ci avait achetées aux particuliers ; ces valeurs avaient été estimées 120 millions « de dollars par le Trust, qui émit en contre-partie, « sur le marché américain, des bons pour un montant total de 100 millions de dollars, se réservant « ainsi une marge de garantie de 20 % que le Gouvernement français s'était engagé à compléter en « cas de baisse de ce portefeuille ; mais l'*American Foreign Securities* éprouva par la suite quelques « difficultés pour avoir voulu se mêler de fournitures « commerciales, au lieu de rester dans son rôle primitif purement financier » (34).

A l'heure actuelle, la formule du Fixed Trust — malgré les inconvénients sérieux qu'elle présente et qui nous empêchent, quant à nous, de voir dans le Fixed Trust une vraie Société de placement — conserve une grande vogue aux Etats-Unis. Elle continue de remporter beaucoup de succès auprès d'une certaine clientèle, celle qui, aux heures de crise, n'a plus aucune confiance dans les personnes ou les institutions qui gèrent ses capitaux. En outre, elle constitue, pour le marché, un élément de hausse, par le fait que

(34) Abel Lévi, *op. cit.*

les Fixed Trust réduisent les disponibilités flottantes de bon nombre de titres dont ils tendent ainsi à soutenir les cours. Ne soyons donc pas surpris de la publication, à la date du 8 septembre 1931, dans le « New-York Stock Exchange », d'une liste de 41 Fixed Investment Trusts auxquels les membres du Stock Exchange pourront s'associer « *sans objection de sa part* », formule qui est tout à fait significative. Il est trop tôt cependant, à notre avis, pour porter un jugement définitif sur les Fixed Trusts, car ils ont à peine passé la phase expérimentale.

*
**

En Angleterre, on a cherché, ces derniers temps, à améliorer la formule du Fixed Trust américain. D'où l'apparition de certaines sociétés appelées *Trusts cumulatifs* ou *Trusts flexibles* — par exemple la « First British Fixed Trust Company Limited », créée à Londres en mai 1931 — sur lesquelles la *Vie Financière* ⁽³⁵⁾ donne d'intéressantes précisions auxquelles nous nous excusons de renvoyer le lecteur, pour ne pas alourdir trop notre travail.

*
**

Aux *Pays-Bas*, enfin, il existe depuis plus d'un siècle, des organismes appelés « *Administratie Kantoren* » (Comptoirs d'Administration), sur lesquels

(35) Numéro du 17 septembre 1931 (« Investment Trusts anglais et Investment Trusts américains »).

nous avons déjà donné quelques indications, et dont la plupart ressemblent beaucoup, en l'état actuel de leur fonctionnement, aux Fixed Trust spécialisés ⁽³⁶⁾.

A propos de ces Sociétés hollandaises de régie de valeurs mobilières, il est intéressant de signaler en passant qu'elles avaient fait école en France, il y a près de trois quarts de siècle, puisque la Banque de Dépôts et de Crédit des Pays-Bas (devenue depuis la Banque de Paris et des Pays-Bas) avait émis et placé avec succès sur le marché français, pendant la guerre de Sécession américaine, des certificats représentatifs de rentes américaines déposées dans ses Caisses. Quelques années plus tard, la même Banque émettait des certificats de dépôt de la dette (6 % intérieur consolidé) de l'Empire ottoman.

(36) Voir : Alfred *Neymarck* : « les Administratie Kantoren », dans la « Revue des Sociétés », de mars 1910 ;

Besse : « les Administratie Kantoren », dans la « Revue Politique et Parlementaire », année 1913 ;

Varangot : *op. cit.*, pp. 32 sqq.

CHAPITRE II

Le rôle des Sociétés de placement

SECTION I

LEUR UTILITÉ POUR LES ÉPARGNANTS

Devant l'extrême diversité et le nombre considérable des titres qui se traitent sur les grands marchés *internationaux*, le capitaliste, même averti, éprouve quelques difficultés à se constituer un portefeuille présentant la plus grande sécurité possible et offrant le rendement maximum. Il en est de même — quoique à un degré moindre — en ce qui concerne les marchés simplement *nationaux*. Comment, par exemple, pour le capitaliste français moyen, ne pas se fourvoyer parmi les quelque 2.500 titres inscrits actuellement au marché officiel de Paris (1) ?

(1) Ces titres représentaient, en septembre 1931, une valeur globale de 400 milliards de francs environ (dont plus de 300 milliards, il est vrai, pour les seules rentes et obligations industrielles).

Voir l'Annuaire analytique des Sociétés cotées. Editions de la Société de Statistiques économiques et financières, Paris, 1932.

Et nous ne parlons pas des valeurs figurant à la cote du syndicat des banquiers au comptant ou à terme (coulisse), — il y en a plus de mille — ni de celles que rassemble le « Marché hors cote » (400 titres environ), ni de celles qui sont cotées dans les 6 Bourses à Parquet de province (Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nantes et Toulouse), ou dans les Bourses sans Parquet, comme Nancy, Nice, etc...

Nous sommes loin des 126 valeurs qui, en 1852, époque où commençait le grand mouvement d'expansion industrielle, figuraient à la cote officielle de la Bourse de Paris (2).

La gestion rationnelle d'un portefeuille moderne, la détermination du moment opportun pour vendre ou acheter, la conduite à tenir devant des événements politiques ou économiques susceptibles d'influencer le marché, sont autant de questions auxquelles le capitaliste a parfois quelque peine à trouver une solution.

D'ailleurs, serait-il suffisamment averti et assez riche pour effectuer les placements les meilleurs qui soient, pour les diversifier convenablement de manière à obtenir une bonne répartition des risques (3), qu'il n'aurait pas toujours les loisirs nécessaires pour surveiller minutieusement son portefeuille. Or, cette

(2) Pujo, *op. cit.* p. 12.

(3) On trouvera dans l'article de M. A. P. de Mirimonde déjà cité (« L'assurance des risques de placement »), une énumération intéressante de ces risques, logiquement classés : d'une part en risques *particuliers* à chaque entreprise, risques *professionnels*, risques *régionaux* ou *nationaux*, risques *internationaux*; d'autre part, en risques *naturels*, risques *techniques*, risques *politiques*, risques *financiers*, risques *économiques*.

surveillance est plus nécessaire aujourd'hui que jamais ; elle est indispensable de la part du capitaliste qui ne veut pas voir disparaître le fruit de son travail et de son économie et celui des générations qui l'ont précédé. Car le temps n'est plus des fortunes « édifiées en s'asseyant dessus (quel langage !) (4) ». Supposez, par exemple, dit M. Hacault, un capitaliste assez riche et doué de flair pour avoir su, à la fin de novembre 1907, — époque qui fut, dans la période qui précède la guerre de 1914, le moment de la dépression boursière maxima — investir un million en valeurs mobilières alors considérées comme des valeurs « de père de famille », « dorées sur tranche ». Voici les achats raisonnés, répartis en tranches de 200.000 francs environ, auxquels il a abouti, en date du 3 décembre 1907 :

Acheté	Cours	Total
44 actions de capital Suez (nominal 500 fr.)	4.590 »	201.960 »
168 actions Crédit Lyonnais	1.190 »	199.920 »
119 actions Rio Tinto	1.685 »	200.515 »
460 actions De Beers ord..	434 »	199.640 »
113 actions Ch. de fer Nord	1.760 »	198.880 »
Au total		1.000.915 »

Les frais d'achat sont pris sur le revenu et passés par frais généraux.

(4) Raoul Hacault. Préface de l'ouvrage de L. L. B. Angas, intitulé « Investment » (Traduction française de Gaël Fain, Paris, 1931).

Placement excellent et définitif ! Les années passent. Les événements se déroulent, parmi lesquels la grande guerre. Remarquez qu'aucune des sociétés choisies par notre capitaliste n'en est touchée dans ses œuvres vives (pas même la Compagnie des chemins de fer du Nord). Les années passent encore et nous voici aujourd'hui, vingt-quatre ans après. Nous avons supposé notre portefeuille demeuré immuable, bloqué dans un coffre. Seuls auraient pu le modifier des droits de souscription à de rares augmentations de capital ; nous supposons, pour la commodité du calcul, qu'ils ont été vendus et employés comme un revenu, ce qui est une théorie pratiquée par d'autres. Supposons aussi, pour simplifier, qu'il n'y ait pas eu d'amortissement d'actions de capital. Que représente, au 5 novembre 1931, le capital investi dans des conditions si sûres en valeurs à revenu variable si habilement choisies ?

La cote nous l'indique avec sa froide impartialité :

	Cours	Total
88 actions de capital Suez (nominal 250 fr.)	13.275 »	1.168.200 »
168 actions Crédit Lyonnais	1.875 »	315.000 »
119 actions Rio Tinto	1.714 »	203.966 »
460 actions de Beers ord..	312 »	143.520 »
113 actions Ch. de fer Nord	1.905 »	215.265 »
Au total		2.045.951 »

C'est à peine plus que le coefficient 2, alors que nos malheurs monétaires exigeraient le coefficient 5, et qu'une équivalence de pouvoir d'achat réclame-

rait au moins le coefficient 6. Calculé en or, notre placement si prudent de 1907 s'est déprécié des 2/3.

Sans doute, nous avons pris comme terme final de comparaison, l'époque où sont écrites ces lignes, c'est-à-dire une heure de profonde dépression boursière ; mais elle est comparable à l'heure où avait été choisi le premier terme, époque de crise boursière, elle aussi. Que si l'on veut épiloguer sur l'usage des droits de souscription (en Crédit Lyonnais, en Rio-Tinto), admettons que ces droits aient été utilisés à souscrire et que, par suite, le nombre d'actions possédées se soit accru, et représente au total un capital actuel de 2 millions 1/2, si l'on veut. Sans nous embarrasser de chiffres précis, nous constatons — c'est le seul point à retenir et qui nous paraisse incontestable, — que, malgré toutes les chances mises dans le jeu, l'enrichissement ne s'est pas produit, l'immobilité n'a pas été profitable.

Peut-être un autre choix de valeurs eut-il donné de meilleurs résultats ; il serait trop facile de faire ce choix après coup, ou d'éliminer les titres qui ont laissé un déchet, pour ne garder que les meilleurs. On peut toutefois tenir l'exemple que nous avons donné comme le type d'un placement moyen en valeurs à revenu variable, basé sur la plus grande sécurité du moment. Au reste, d'autres démonstrations aboutiraient à une conclusion analogue. M. Alfred Neymark a établi, durant de longues années d'avant-guerre, dans chaque numéro du journal « Le Rentier », des placements types sous la rubrique « Que

faire de son argent ? ». Il accolait ainsi cinq ou six types d'actions industrielles de bon aloi, et autant d'obligations, pour obtenir un rendement net moyen de 4 % environ. Reprenez ses tableaux et, sans tenir compte des obligations qui se sont dépréciées automatiquement en même temps que la monnaie dans laquelle elles étaient libellées, suivez le sort du capital actions, à travers toutes ses vicissitudes : la perte variera, suivant les cas. Mais, là encore, l'immobilité n'aura pas été profitable.

Ajoutons enfin que le capitaliste est souvent dans l'impossibilité de posséder dans les milieux financiers internationaux des relations suffisantes pour être informé en temps utile de l'opportunité de tel ou tel placement ou de certaines réalisations urgentes.

*
**

Les Sociétés de placement (du modèle britannique) nous paraissent précisément susceptibles d'apporter à ces graves problèmes la plus heureuse solution. M. Christian Lazard résume ainsi qu'il suit ⁽⁵⁾ les avantages qu'elles peuvent et doivent procurer aux capitalistes.

« D'abord, et surtout, elles confèrent la *sécurité*,
« tant par la division des risques que par l'accumu-
« lation des réserves. A ce double titre, le trust de
« placement constitue pour ses actionnaires une

(5) Dans la « Revue des Deux Mondes », n° du 1^{er} février 1931.

« sorte *d'assurance contre la perte*, et c'est là un
« point sur lequel on ne saurait trop insister,

« En outre, le choix des placements est fait par des
« hommes de métier mieux renseignés que la
« moyenne des capitalistes, généralement absorbés
« par les soucis de leur profession. Les gérants, dont
« le rôle est d'être sans cesse à l'affût des nouvelles,
« sont mieux placés que les particuliers pour pou-
« voir saisir l'occasion de réaliser un bénéfice ou de
« se débarrasser d'une valeur en limitant la perte.
« Comme ils représentent des capitaux importants,
« ils sont à même d'obtenir des renseignements sé-
« rieux et précis en s'adressant directement au siège
« des sociétés. Quand le Trust a pris une certaine
« extension, les établissements spécialisés dans les
« émissions prennent l'habitude de proposer aux gé-
« rants des titres avant la souscription publique, ti-
« tres que le Trust peut acquérir ainsi dans de meil-
« leurs conditions que les particuliers.

« Les frais de commission et courtage sont réduits
« au minimum pour les Trusts, qui opèrent en
« Bourse par paquets importants.

« Le Trust décharge le capitaliste de toutes les for-
« malités ennuyeuses qu'exige la gestion d'un porte-
« feuille, par exemple d'aller toucher des dividendes
« pour quelques titres isolés, de signer et d'envoyer
« des pouvoirs, de surveiller les émissions nouvelles,
« d'examiner s'il y a lieu ou non d'exercer les droits
« de souscription, le cas échéant de vendre ces
« droits. Au cas de vente de ces droits de souscrip-
« tion, le Trust, qui en détient un grand nombre,

« pourra obtenir un meilleur prix que les particuliers. »

Lors de l'ouverture d'une succession, il sera plus simple de déclarer une valeur unique qu'un grand nombre de valeurs diverses.

Enfin, les bonnes valeurs de Trust ont, en général, un marché large, et il est facile de s'en débarrasser si l'on a besoin d'argent.

« Cet ensemble d'avantages matériels », conclut M. Lazard, « justifie déjà largement l'existence des Trusts de placement, mais il me semble qu'on peut leur reconnaître en outre des *avantages sociaux* très appréciables, puisqu'ils peuvent servir à détourner leurs actionnaires de toute idée de spéculation et à les protéger contre les dangereux « tuyaux » qui sont prodigués à tous les capitalistes par des intermédiaires, dont on peut dire sans exagérer qu'ils ne sont pas toujours absolument désintéressés. »

Reprenons en détail les plus importants des points ci-dessus.

§ I

« SAFETY FIRST ». — LA SOCIÉTÉ DE PLACEMENT CONFÈRE LA SÉCURITÉ DU CAPITAL ENGAGÉ

Tous les placements présentent à la fois une somme de qualités et certains risques : risques provenant de la nature des titres, risques géographiques, risques industriels. Quand on procède à l'achat de valeurs

mobilières, on doit envisager chacun de ces risques, et, pour parer dans une certaine mesure à leurs conséquences éventuelles, il faut s'efforcer de *répartir* ses placements en un *grand nombre* (6) de valeurs diverses. La règle est logique. Elle répond à un principe du calcul des probabilités et au vieil adage qui recommande de « ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier ». Cependant, de bons esprits ne partagent pas cet avis, et le grand industriel américain Carnegie, par exemple, soutenait que plutôt que d'éparpiller tous ses œufs dans de nombreux paniers, il vaut mieux les mettre tous dans le même panier et le bien surveiller.

D'autres sont moins absolus, dans un sens comme dans l'autre. C'est ainsi que M. André Liesse fait observer (7) que la division des risques, « tout en de-
« meurant une règle à conserver, tend à ne plus
« offrir aujourd'hui la probabilité d'efficacité rela-
« tive qu'elle avait avant la guerre. En dépit de la
« politique douanière de réaction suivie par la très
« grande majorité des nations, il existe, entre les
« marchés financiers du globe, une solidarité gran-
« dissante. La répercussion de la crise de Wall
« Street, il y a un an, s'est fait sentir partout, avec
« plus ou moins d'intensité il est vrai, toutefois avec

(6) C'est à dessein que nous ne disons pas « dans le plus grand nombre possible... ». Car la Société de placement, tout en répar-
tissant ses risques, doit éviter d'avoir une *poussière* de titres. Pour
que sa surveillance soit efficace, elle doit, à notre avis, limiter à
150 au 200, par exemple, le nombre des paquets de titres qu'elle
détient.

(7) Dans l'« Economiste Français » du 22 novembre 1930, sous
le titre « Tentatives de protection de l'épargne ».

« une universalité indiscutable. On n'ignore pas non
« plus cette sorte de phénomène, comparable à celui
« de l'induction en électricité, qui entraîne les va-
« leurs similaires, de qualité bien différente souvent,
« dans une poussée de hausse ou dans une chute de
« baisse... »

Nous croyons, quant à nous, que la formule de la Société de placement permet de concilier heureusement toutes les opinions, puisque l'actionnaire de l'Investment Trust n'a qu'un panier à surveiller (c'est l'Investment Trust lui-même), mais que ce panier est pour ainsi dire lui-même placé dans plusieurs centaines d'autres paniers à la fois (ce sont les Sociétés dont l'Investment Trust est actionnaire) (8).

**

M. Varangot (9) a très bien exposé les différents aspects qu'on doit successivement envisager pour obtenir une répartition judicieuse de ses placements. Nous les résumons ci-dessous :

I. — Diversification au point de vue du *caractère des placements* :

a) Placements « de tout repos », en valeurs parfaitement garanties, mais d'un rapport relativement faible ;

b) Placements plus spéculatifs en valeurs présentant plus d'aléas, mais aussi d'importantes chances

(8) Voir A. Druart : « Le Trust de placement ».

(9) Varangot, *op. cit.* pp. 102 sqq.

de plus-values et un rendement particulièrement élevé.

II. — Diversification au point de vue de la *nature des valeurs* ⁽¹⁰⁾ :

a) Valeurs à caractère obligataire, dites à revenu fixe : rentes, obligations, bons ;

b) Valeurs dites à revenu variable : actions (actions ordinaires de valeur nominale différente, actions de préférence de rangs divers, etc...) ; parts de fondateur ;

c) Valeurs mixtes : obligations à revenu variable, obligations participantes, actions privilégiées cumulatives.

III. — Diversification au point de vue *géographique et politique*.

Répartition des placements entre pays neufs et pays arrivés à un stade avancé de perfectionnement industriel et social.

IV. — Diversification *par genre d'industries* ⁽¹¹⁾ :

(10) Voir *supra*, p. 113, ce que nous avons dit de la loi de Smith, célèbre dans les pays anglo-saxons sous le nom de *loi des valeurs et rendements croissants*, et qui s'exprime ainsi : « Au cours d'une période donnée, la valeur en capital de placements judicieusement répartis en *actions ordinaires* d'entreprises représentatives, des industries de base tend à s'accroître suivant le jeu des intérêts composés. De tels placements sont assurés d'avoir, au cours de cette même période, un rendement moyen de quelques fractions supérieur au taux moyen du rendement du papier commercial ».

On trouvera, dans l'article précité de M. A. P. de Mirimonde, dans la « Revue générale des Assurances Terrestres », une critique intéressante de la loi de Smith.

(11) A noter, d'ailleurs, que les diverses industries sont très loin de présenter toutes les mêmes risques. Certaines d'entre elles superposent leur activité à l'ensemble des autres et ne reflètent en quelque sorte que des *mouvements moyens* : telles sont les banques, les compagnies de chemins de fer, les entreprises de produc-

industries extractives, de transformation, de transport, etc...

V. — Diversification, dans chaque industrie, *entre plusieurs entreprises* différentes.

*
**

Ce sont les Investment Trusts britanniques, du type général et international, qui réalisent le mieux la diversification des risques, d'où naît la compensation mutuelle des moins-values et des plus-values, des gains et des pertes, donc la sécurité du capital et la stabilité du revenu. Aussi sont-ils de beaucoup, à notre avis, les plus recommandables à cet égard. Sans doute, le capitaliste qui le préfère peut, plutôt que de ne s'intéresser qu'à un seul Investment Trust du type général, acquérir des titres de plusieurs Investment Trusts spécialisés, comme il en existe tant, aux Etats-Unis notamment. Nous lui déconseillons cependant l'achat des actions de ceux des Investment Trusts américains qui n'effectuent leurs placements qu'en actions d'autres Investment Trusts. C'est qu'en effet il est à craindre que cette double superposition des titres — bonne en soi, recommandable même si c'est un capitaliste avisé qui la réalise à son profit exclusif comme nous venons de le dire — ne soit un prétexte à une superposition de hausses factices et ne facilite la spéculation au détriment des action-

tion et distribution d'électricité... C'est justement pour ce motif que les Statuts des Sociétés de placement prévoient d'ordinaire des pourcentages de placement plus élevés en faveur de ces dernières catégories d'industries.

naires du trust au deuxième degré, du super-Trust, comme l'appelle M. Varangot. En outre, les Investment Trusts de cette nature perdent fatalement leur caractère primitif pour se transformer en Sociétés de financement et de contrôle qui n'offrent plus du tout les mêmes garanties. Et nous nous trouvons déjà ici en présence d'abus analogues à ceux que nous signalerons en étudiant les Holdings.

A cet égard, l'exemple de l'*American Founders Corporation*, constituée en 1928 sur les fondations d'un premier trust créé en 1923, est trop instructif pour que nous ne reproduisions pas les indications suivantes que donne M. Flynn ⁽¹²⁾ sur l'évolution de ce super-Trust.

« L'*American Founders Corporation* avait, d'après
« la dernière situation parue à l'heure où nous écri-
« vons, un actif de 129 millions de dollars. Il y a
« pour 61.922.006 \$ d'actions ordinaires (common
« shares), qui contrôlent entièrement les 129 millions
« cités plus haut. Or, les directeurs du Trust (Harris,
« Forbes et C^{ie}, et quelques autres banquiers) sont
« en train de mettre la main sur un autre Investment
« Trust, la « *International Securities Corporation of*
« *America* », lequel avait, d'après la situation la plus
« récente, un actif de 69 millions de dollars. Son ca-
« pital se compose d'actions A et d'actions B ; ces
« dernières, ayant seules le droit de vote, sont ven-
« dues pour 8.625.269 dollars 75, et achetées par le
« premier Trust, l'*American Founders*. Ainsi, sans au-

(12) John T. Flynn, *op. cit.* pp. 43 sqq.

« cune mise de fonds nouvelle de leur part, les dirigeants de l'American Founders s'annexent le contrôle de 69 millions de dollars.

« Cette manœuvre se répète, aboutissant à la constitution, dans l'ordre, de la « *Second International Securities Corporation* », de la « *United States and British International Corporation, Limited* », de la « *American and General Securities Corporation* »... Dès lors, l'actif contrôlé par le moyen de ces diverses Compagnies atteint 261.480.449 dollars 68, sans aucun investissement supplémentaire de la part des dirigeants... Arrivés à ce point, ces derniers réalisent un coup de maître. Au lieu de constituer une nouvelle filiale dont l'American Founders prendrait le contrôle, pourquoi ne pas, travaillant maintenant à l'autre extrémité de l'échelle, créer une *holding company*, qui, avec une somme relativement faible, s'assurerait le contrôle de l'American Founders ? C'est de cette idée que naît la « *United Founders Corporation* ». Elle achète 3.000.000 d'actions ordinaires nouvellement émises de l'American Founders. Cela ne fait pas une majorité ; c'est 35 % du total et cela n'a guère qu'une valeur de 10 dollars par action, soit 30 millions de dollars au total ; mais cela suffit pour constituer une « minorité contrôlante » (a controlling minority of the stock). »

« Donc l'United Founders, qui est une grande compagnie (son capital initial était de 128.700.000 \$), a le contrôle de l'American Founders, mais elle possède, ou contrôle, ou dirige, bien davantage.

« Elle est devenue un immense « konzern » dominant de nombreuses et puissantes filiales ou alliées. « Son actif actuel est de 219.399.206 dollars, et elle « contrôle 488.274.041 dollars. Presque un demi-milliard de dollars ! Plus encore, en réalité, car chacune des sociétés contrôlées par elle en contrôle à son tour un nombre tel qu'on en suit à grand'peine l'enchevêtrement. Je ne sais pas combien les dirigeants de l'United Founders y ont de dollars actuellement investis. Mais une somme de 40 millions leur suffirait largement pour garder le contrôle de cette puissante et riche constellation de sociétés dont la valeur est douze fois plus grande. »

Et quant à la façon dont est constitué le capital des Investment Trusts précités, M. Flynn n'est pas moins sévère (pp. 46 et 182) :

« L'United Founders est fondée au capital initial de 128.700.000 dollars, avons-nous dit. Or, ce capital a une composition bien curieuse :

« 1.000.000 actions A d'un dollar chacune, soit 1.000.000 dollars ;

« 6.000.000 actions B sans valeur nominale, soit 127.700.000 dollars.

« Pourquoi cette étrange disproportion entre la catégorie A et la catégorie B, tant pour le nombre des actions de chacune que pour leur valeur ?

« Et la « Second International Securities Corporation » ? Elle a dans ses statuts bon nombre de mesures restrictives ayant pour objet la protection de ses actionnaires, et une rémunération raisonnable y est prévue en faveur de la Direction ; elle

« paraît donc à beaucoup un bon investment trust.
« Mais si nous nous souvenons que le principal objet
« d'un investment trust est de donner au petit épar-
« gnant isolé un moyen de placer son argent en sû-
« reté, alors nous devons reviser notre appréciation.
« Voici en effet la composition du capital :

« Obligations	7.000.000 \$
« Actions de préférence (1 ^{er} et 2 ^e rangs)	9.780.000 \$
« Actions ordinaires A	3.180.000 \$
« Actions ordinaires B	1.800.000 \$
« Capital en excédent	472.523 \$
	22.232.523 \$

« On voit ainsi que seulement 5.452.523 \$ sont re-
« présentés par des actions ordinaires, soit à peine
« 25 % du total. Mais comme 80 % au moins des
« actions ordinaires, — c'est-à-dire tout, sauf un peu
« moins d'un million de dollars, — appartient à
« l'American Founders, les occasions de placement
« offertes au public par la Second International Se-
« curities Corporation, en dépit de ses quelques
« 22 millions de capital, sont très faibles. »

**

Nous croyons en avoir dit assez sur les « Holding-Investment Trusts » que critique — avec raison, à notre avis — M. John T. Flynn.

Revenant donc aux Investment Trusts orthodoxes, du type britannique classique, nous rappellerons que

ces organismes confèrent encore la *sécurité* à leurs actionnaires par le moyen des *réserves* importantes qu'ils se constituent, dans les bonnes années, par accumulation des bénéfices réalisés sur la vente de certaines de leurs valeurs en portefeuille ; ces réserves, devenant elles-mêmes productives d'intérêt, font la force de la Société jusqu'au jour où elles atteignent un total suffisamment important par rapport au capital du trust pour permettre une répartition aux actionnaires, sous la forme par exemple de distribution d'actions gratuites.

§ II

LA SOCIÉTÉ DE PLACEMENT ASSURE LA GESTION OPTIMA DES CAPITAUX ENGAGÉS

Nous avons dit que la Société de placement présente, pour le capitaliste, l'avantage de lui éviter les opérations et les démarches que rend aujourd'hui plus nécessaires que jamais la gestion d'une fortune. Elle les accomplit à sa place, mieux et à moindres frais.

Et que dire des problèmes juridiques, toujours délicats, souvent difficiles, que soulève parfois la possession des valeurs mobilières ? Les procès entre porteurs de titres et Sociétés ne sont plus exceptionnels. Dans ce cas, il faut pouvoir prendre l'initiative d'une action en justice ou savoir tout au moins s'il est opportun d'y participer. Puis, lorsque l'instance est engagée, il faut apprécier ses chances de succès,

et, en conséquence, acheter ou vendre du titre. Un particulier, à moins d'être un spécialiste, ne peut guère prendre parti sur ces questions. Au contraire, la Société de placement, pourvue d'un service contentieux bien documenté, pourra réunir les éléments d'une solution favorable aux intérêts dont elle a la charge.

Quant à la mise en œuvre des méthodes scientifiques de placement, elle suppose, pour produire tous les bons résultats qu'on est en droit d'en attendre, l'emploi de sommes considérables et l'existence d'un service de renseignements bien organisé. Seule, ou presque, la Société de placement est en mesure de disposer de l'un et des autres.

*
**

Mais, dira-t-on, la Société de placement pure est-elle vraiment capable d'assurer aux capitaux qui lui sont confiés ce *rendement* raisonnable, sinon élevé, auquel doit tendre en définitive, et quoiqu'on en puisse prétendre, toute bonne gestion de fortune mobilière ?

C'est là une question délicate — nous ne faisons aucune difficulté pour le reconnaître.

Disons tout de suite qu'il ne saurait être sérieusement question d'affirmer que, dès les premières années de sa création, une Société de placement peut rémunérer largement son capital ; au contraire, même en supposant écartée la double imposition, ses dividendes ne peuvent être, pendant cette période, que modérés.

En effet, les ressources de la Société consistent uniquement, en principe, dans le revenu des valeurs composant son portefeuille, et, de l'ensemble de ces revenus, doivent être soustraits d'abord les frais de gestion de la Société, ensuite — et surtout — les sommes nécessaires à la constitution d'importantes réserves, gage de sécurité et de stabilité des dividendes futurs. Or, le revenu d'un portefeuille libre n'était déjà, par lui-même, pas très élevé ces dernières années. Sans doute, la baisse profonde, en 1930 et 1931, des cours des valeurs à revenu variable est venue relever sensiblement le taux de capitalisation net de ces titres ⁽¹⁾, et c'est là, justement, une des raisons pour lesquelles la constitution d'une société de placement serait plus opportune aujourd'hui qu'elle ne l'était il y a 3 ou 4 ans. — Cependant, nous serions tenté, à priori, de nous défier d'une société de

(13) Voici, d'après la « Vie Financière » du 16 février 1932, un tableau des variations du *taux net de capitalisation* des valeurs françaises existantes, dressé par la Statistique générale de France :

Epoque	Valeur moyenne du taux de capitalisation net	
	Valeurs à revenu fixe	Valeurs à revenu variable
Année 1928	5,33%	2,72%
Année 1929	4,89	2,70
Année 1930	3,92	3,37
Janvier 1931	3,79	4,01
Août 1931	3,48	4,15
Septembre 1931	3,60	4,78
Octobre 1931	3,88	4,98
Novembre 1931	3,92	5,03
Fin décembre, 1931	4,31	5,31
Fin janvier 1932	4,22	4,43
Chiffres de M. Dessirier (Directeur de la "Conjoncture Economique et Financière") établis d'après les cours de 300 valeurs cotées à Paris.	En 1910	3,73
	En 1920	3,00
	En 1926	3,50
	En février 1929	2,28

placement pure qui, dès sa constitution, promettrait un rendement très avantageux des fonds à elle confiés par le public.

A cet égard, les fondateurs de l'*Union Trust* ont certainement péché par excès d'optimisme, pour ne pas dire par imprudence (les résultats de ces dernières années l'ont montré) en promettant 6 % *d'intérêt cumulatif* à leurs actions privilégiées. Pourtant, ils avaient eu la sagesse d'attendre 3 ans avant de faire de leur petite société initiale, constituée en janvier 1925 au capital de 3 millions de francs seulement, le Trust important qu'elle est devenue en février 1928 par l'augmentation de son capital de 3 à 50 millions, chiffre actuel. Faut-il en conclure que ce laps de temps de 3 années était insuffisant pour permettre à la jeune société de se constituer le minimum de réserves indispensable ? Ou bien doit-on penser que l'*Union Trust*, à ses débuts, n'a pas su, ou pu, s'assurer en quelque sorte *un bénéfice industriel* (s'ajoutant aux simples revenus de son portefeuille) en se procurant des capitaux d'une productivité supérieure à la rémunération qu'ils eussent exigée, par exemple en émettant des obligations participantes portant un intérêt relativement faible ?

Nous n'avons pas à faire ici le procès de l'*Union Trust* ; au surplus, les cours prodigieusement élevés atteints en 1928 et 1929 par la plupart des valeurs étaient aussi peu favorables que possible, il ne faut pas l'oublier, à la constitution d'un gros portefeuille dans de bonnes conditions. Mais les considérations ci-dessus n'étaient pas inutiles, croyons-nous, pour

appeler l'attention sur les difficultés très réelles que rencontrent les fondateurs de toute société de placement : d'une part, en effet, il y a un certain danger à créer une société importante avant d'avoir trouvé les concours de capitaux *relativement bon marché* qui sont indispensables ; mais, d'autre part, ces concours ne peuvent généralement être obtenus que par une société déjà importante...

*
**

Pour en revenir au *rendement* des capitaux placés en titres d'une Société de placement, il est certain que ce rendement, obligatoirement faible au début, tend à s'élever au fur et à mesure que s'accroît le montant des capitaux placés aux fonds de réserve, les revenus de ces capitaux venant s'ajouter, suivant une progression croissante, à ceux qui proviennent du portefeuille acquis avec le capital proprement dit du Trust.

A cet égard, les résultats obtenus par les grands Investment Trusts anglais et écossais sont probants. Nous avons déjà eu l'occasion d'en citer quelques-uns en passant. Mais nous voudrions les condenser tous en 3 tableaux particulièrement éloquents.

Disons d'abord que, d'après « The Economist » ⁽¹⁴⁾, analysant les bilans annuels, pour l'exercice 1930, de quelques-uns des principaux Investment Trusts britanniques, *le revenu net moyen* des titres de ces

(14) Cité par Gaël Fain, dans l'« Information » du 28 avril 1931.

sociétés a été le suivant (par rapport au nominal des actions) :

En 1928, 16,49 % ;

En 1929, 16,71 % ;

En 1930, 16,62 %.

Ces chiffres sont confirmés par ceux de la liste suivante — que nous empruntons à la *Vie Financière*, numéro du 3 septembre 1931 — de 41 Trusts britanniques ayant maintenu, pour leur dernier exercice (1930 ou 1930/31, suivant les cas), leur dividende de l'exercice précédent :

	Revenu net en 1.000 £		Dividende pour chacun
	dernier exercice	exercice précédent	de ces exercices
			%
Army et Navy	57	58	17
British	270	269	21
Camperdown	52	53	13
Cardinal I	26	30	16
Clydesdale	85	86	15
Dundee et London	24	26	5
English	37	33	5
Foreign et Col (15)	112	117	10
Gen. cons.	26	23	6
Gene. Funds	11	11	5
Govt. et Gen. inv.	21	23	15
Govts Stk. et Other sec.	73	85	10
Guardian	77	77	11
Investors Mt. Security	164	157	16
Lond. et Col.	20	21	7

(15) Pour l'exercice arrêté au 10 janvier 1932, le bénéfice net du « Foreign and Colonial Investment Trust » n'a été inférieur que de 8.763 £ à celui de l'exercice précédent. Cependant le dividende (s'appliquant à un capital de 750.000 £) a été ramené de 10 à 6 %.

	Revenu net en 1.000 £		Dividende pour chacun
	dernier exercice	exercice précédent	de ces exercices
			%
Lond. et N.-Y.	64	63	13
Lond. Scott. Amer.	79	81	12 1/2
Metro	148	150	20
N.-Y. et Gene. Tst.	33	43	10
N. Amer.	161	159	22
Omnium	91	97	10
Rly et Gen.	24	18	5
Rly Deb. et Gen.	103	103	9
Rly Share	126	128	10
River Plate et general ..	76	78	20
Romney	28	28	7
Scott. Amer.	266	264	20
Scott. Centl.	54	56	6 1/2
Scott. Cons.	42	38	6
Scott. Inv.	112	104	20
Scott. Nat.	62	49	9
Scott. Stock Holdrs ...	31	31	5 1/2
Second Investors	111	99	14
Second Scott. Eastern ..	32	31	5
Second Scott. Nat.	51	44	8
Stdd. Trust	60	57	10
Sterling Trust	158	159	14 1/2
Stkholders Inv.	40	40	7
Third Edinburg	56	57	12
Tctn. et Gene	86	85	17
U. S. et Gene	112	108	14

Le tableau ci-dessus montre, notamment, que sur les 41 Investment Trusts envisagés, il en est 17, soit près de la moitié, qui, malgré la crise, ont réalisé

pendant leur dernier exercice un bénéfice net supérieur à celui de l'exercice précédent. Quant aux 24 autres, leur bénéfice net n'a été inférieur à celui de l'exercice précédent que dans une proportion généralement faible (sauf pour le N.-Y and General Trust, où elle atteint 24 %).

Enfin, pour ce qui est du rendement *effectif* des Investment Trusts britanniques, voici un dernier tableau (extrait de « The Economist » du 25 octobre 1930) qui indique le *taux réel de capitalisation* du dividende de 10 d'entre eux :

Atlas Electric and general	4,44 %
Mid European	7,48 %
City and International	6,02 %
Second American	4,60 %
Southern Stockholders	5,71 %
Capital and National	3,86 %
London and Strathclyde	4,26 %
City and Foreign	7,29 %
London and Overseas	5,98 %
Staveley Trust	3,64 %
Taux moyen	5,33 %

SECTION II

LEUR PLACE DANS L'ÉCONOMIE NATIONALE ET INTERNATIONALE

« On pourrait penser » — écrit très justement M. Varangot (16) — « que, dès lors que les sociétés de

(16) Varangot, *op. cit.* p. 125.

« placement offrent de sérieux avantages pour les
« capitalistes pris isolément, ces avantages s'étendent
« à l'économie du pays. Ce n'est vrai qu'en partie. »
Bien plus, on a pu dire des Sociétés de placement
qu'elles sont en quelque sorte des organismes *para-*
sites, car, non seulement elles ne produisent aucune
richesse, mais elles ne contribuent en rien à améliorer
les conditions de la production.

Certes, le rôle économique des Investment Trusts
ne saurait être aussi important que celui des sociétés
de financement proprement dites ni des holdings
pures, car les premières, en assurant aux entreprises
industrielles et commerciales les capitaux qui leur
sont nécessaires, en facilitent la constitution et le
développement ultérieur ; quant aux secondes, nous
savons déjà qu'elles permettent une organisation rationnelle
et le meilleur rendement possible d'une
industrie déterminée.

D'autre part, les abus auxquels ont donné lieu, ces
dernières années, beaucoup d'Investment Trusts
américains, ne facilitent pas la tâche des défenseurs
des Sociétés de placement. Nous avons déjà fait allusion
à ces abus à propos, notamment, des Holding
Investment Trusts que critique M. Flynn dans son
ouvrage au titre significatif : « Investment Trust gone
wrong ! ». Citons encore, cependant, ce qu'écrit à ce
propos M. Pierre Martignan, parlant dans la *Revue
Politique et Parlementaire* ⁽¹⁷⁾ de la crise de Wall
Street :

(17) Numéro du 10 novembre 1929.

« Au lieu de suivre l'exemple britannique et de se
« contenter de distribuer aux actions leur part du
« revenu de leur portefeuille, la plupart des In-
« vestment Trusts américains se mirent à spéculer
« et à distribuer des bénéfices de bourse. On peut
« donc dire sans être taxé d'exagération que la ma-
« jorité des Investment Trusts américains ont eu
« comme source d'activité principale la spéculation
« boursière et que les dividendes qu'ils distribuèrent
« ou promirent étaient une mesure à la fois de la
« hausse du marché et de l'habileté de leurs diri-
« geants. Ce furent, en somme, d'immenses syndi-
« cats de bourse permanents, qui alimentèrent d'ail-
« leurs en partie la hausse dont ils tiraient profit,
« puisque leur création correspondait à un appel de
« capitaux nouveaux presque toujours dirigés vers
« le Stock Exchange (18). Rien de plus caractéristique
« de l'état d'inflation du marché américain des va-
« leurs que la multiplication impressionnante de ces
« organismes parasites. »

*
**

(18) Il y a lieu de faire remarquer aussi qu'à côté de ces Investment Trusts uniquement mus par la politique du « Go quick rich » (Enrichissez-vous rapidement !), nombreux furent, dans les années 1928 et 1929, ceux que créèrent certaines Banques dans le but de liquider par leur canal les titres non digérés (undigested securities) de leurs énormes émissions. (« Revue de Science et Législation financières », 1929, p. 93). Or, une Société de placement n'est pas une « Société de débarras » (Rist). Voir, à ce sujet, dans « La Prospérité Nationale » (n° du 24 janvier 1932), un article de M. Hervé Le Grand, intitulé : « La fin d'une formule », article sur le fond duquel nous ne sommes pas d'ailleurs d'accord avec son auteur. Voir aussi l'article déjà cité du « Journal de la Bourse » (n° du 26 mars 1932).

Sans méconnaître la part de vérité que contiennent les reproches formulés contre les Investment Trusts américains, nous ferons remarquer tout de suite que ce n'est pas parce que beaucoup de pseudo-sociétés de placement américaines ont *mal tourné*, ni parce que les rares sociétés de placement françaises constituées jusqu'ici n'ont encore pu donner aucun résultat intéressant (à cause de leur jeunesse, d'abord, coïncidant avec une crise boursière sans précédents ; à cause, ensuite, des obstacles fiscaux que notre législation leur oppose) — ce n'est pas, disons-nous, pour cela qu'il faut condamner, du point de vue économique général, la formule « Investment Trust ».

Nous croyons, au contraire, qu'en raison notamment des capitaux considérables dont elles disposent, les Sociétés de placement peuvent, jusqu'à un certain point, servir de *volant*, dans le système financier international, c'est-à-dire y jouer un rôle régulateur et stabilisateur. Elles peuvent, en particulier, quand elles ont pris, sur une place financière déterminée, un développement suffisant, exercer sur la tenue des cours de ladite place la plus heureuse influence. En effet, leur but primordial consiste à tirer de leur portefeuille le maximum de rendement qui soit compatible avec une sécurité de premier ordre. Par suite, toute forte hausse des cours, ayant pour effet de réduire le rendement des valeurs, incite les Sociétés de placement à réaliser les plus-values acquises, puis à remployer leurs fonds en valeurs à rendement plus élevé, s'il en existe, à moins qu'elles ne préfèrent

utiliser momentanément leurs ressources en reports, ce qui constitue généralement un placement provisoire avantageux en période d'activité boursière. En cas de baisse des cours, elles procéderont inversement. Ce rôle de *frein compensateur* qu'elles joueront ainsi presque automatiquement, par la simple mise en œuvre de leurs principes directeurs, sera très utile pour rétablir l'équilibre en période d'exagération boursière (19). Leur intervention sera d'autant plus précieuse qu'à notre époque le marché financier voit sa clientèle se féminiser et même se puériliser — ce qui explique en partie la nervosité des diverses Bourses.

Soulignons encore, dans le même ordre d'idées, l'un des avantages généraux les plus appréciables des Investment Trusts, qui est de donner de l'élasticité au marché financier. L'élasticité d'un marché consiste dans le fait que le volume des transactions qui s'y opèrent peu indifféremment être multiplié par 10 ou par 20 sans que les cours en soient sensiblement influencés. Or les Investment Trusts sont éminemment propres à conférer cette élasticité aux marchés

(19) Les Inv. T. américains [dont les principes directeurs sont assez différents, nous l'avons montré, de ceux des Inv. T. britanniques orthodoxes] prêtent ici le flanc à la critique, une fois de plus. Un point bien établi, en effet, est que ces Trusts ont failli à la tâche de stabilisateur du marché qui s'impose à toute société de placement digne de ce nom. Nous lisons à ce sujet, dans l'« Information », du 7 novembre 1931, que « le Journal of Commerce signale qu'on a suivi avec vif d'intérêt, à Wall Street, les rapports des Inv. T. pour le troisième trimestre 1931. Ils montrent que la plupart de ces institutions ont eu tendance à se débarrasser des actions ordinaires qu'elles avaient en portefeuille. Ainsi, une bonne part des réalisations, qui ont pesé sur le marché au cours de ce trimestre peuvent s'expliquer par les ventes des I. T. ».

sur lesquels ils opèrent. Prenons par exemple, sur notre marché de Paris, la Banque de France, dont les titres sont extrêmement éparpillés dans le public. Le volume des transactions est proportionné à la moyenne des titres détenus par les actionnaires. Quand, pour une raison quelconque, le volume des demandes et des offres grossit soudain, le marché se trouve complètement désorienté. Que l'on demande par exemple, 1.000 titres sur le marché, les cours pourront monter de 1.000 francs dans la séance. Si, au contraire, on en offre 1.000, le contraire peut se produire. Pas d'élasticité ! Or, un Investment Trust sera susceptible ou de servir, ou d'absorber, la quantité de titres demandés ou offerts, avec un écart de cours modéré. Il agira comme régulateur, en vertu de son potentiel de vente ou d'achat.

En outre, les Sociétés de placement peuvent et doivent atténuer, *parce que leurs dirigeants auront su les prévoir dans une certaine mesure, la violence des crises économiques.* Elles pourraient aussi faciliter, ou même provoquer — par le fait même qu'elles détiennent entre leurs mains de gros paquets de titres d'une même entreprise — d'utiles mouvements de concentration industrielle. Enfin, en développant quelque peu leur programme, sans pour autant se transformer en sociétés de financement pures, elles devraient pouvoir jouer un rôle utile dans le financement des entreprises. En souscrivant par exemple à une augmentation du capital d'une entreprise industrielle, elles contribueraient à la financer, d'une part à des conditions moins onéreuses qu'une banque

d'affaires ou un syndicat, et, d'autre part, d'une façon plus intéressante pour l'entreprise elle-même, car l'Investment Trust conserve le papier pendant quelque temps, alors que la Banque ou le syndicat ne cherche qu'à le revendre immédiatement.

*
**

Plusieurs des considérations ci-dessus trouvent leur justification dans la situation présente des Investment Trusts britanniques. En Angleterre, en effet, où l'essor des Investment Trusts s'étend sur une période de plus de 50 ans — au lieu de s'être produit, comme aux Etats-Unis, en 5 ou 6 ans — *les opérations de ces Sociétés n'ont pas provoqué de perturbation sur le marché des valeurs*. Responsables de portefeuilles considérables et particulièrement avertis des conditions d'élasticité des marchés financiers, les dirigeants des Investment Trusts britanniques se sont bien gardés de tenter, en 1930, des opérations d'arbitrage sur une large échelle, ce qui aurait compromis davantage l'équilibre du marché. Mais ils ne se sont pas considérés, pour autant, comme « attachés aux cordons de leur portefeuille ⁽²⁰⁾ » et ils ont su, en 1928 et 1929, arbitrer une partie de leurs valeurs à revenu variable contre des valeurs à revenu fixe — opération réalisable à cette époque (malgré l'importance des paquets de titres à vendre et à acheter), étant donné l'engouement spéculatif du pu-

(20) « La politique de placements des Investment Trusts Britanniques » par Gaël Fain (dans l'« Information » du 28 avril 1931).

blic qui se traduisait alors par un abaissement anormal des taux de capitalisation. De tels arbitrages, effectués en temps opportun, expliquent notamment la forte progression, entre 1928 et 1929, du revenu net des principaux Investment Trusts britanniques, progression qui, nous l'avons vu, s'est continuée, quoique dans une mesure bien moindre, naturellement, de 1929 à 1930, et qui n'a fait place à une légère régression qu'en 1931 et 1932.

« Ainsi », conclut M. Gaël Fain, « il semble bien
« que les Investment Trusts sont loin d'être désarmés
« contre les perturbations cycliques, pourvu qu'ils
« procèdent aux arbitrages opportuns *avant* que la
« dépression boursière ait pris naissance, c'est-à-dire
« dès que les taux de capitalisation commencent à
« s'abaisser exagérément. C'est d'ailleurs au cours de
« telles périodes d'euphorie spéculative que les arbi-
« trages « actions contre obligations » sont le plus
« aisément réalisables. »

**

Au point de vue national, les Sociétés de placement peuvent avoir un rôle qui déborde largement le cadre normal d'une Société industrielle ordinaire. Considérons, par exemple, la France et les placements français à l'étranger. Lorsque des Sociétés de placement françaises auront investi à l'étranger des fonds français — en évitant de procéder au hasard, comme le font trop souvent les capitalistes isolés, mais en s'intéressant, suivant un plan systématique,

aux industries qui peuvent devenir des fournisseurs ou des clients de l'industrie nationale, en laissant de côté, au contraire, celles qui la concurrencent — pourquoi ces Sociétés de placement s'interdiraient-elles de surveiller l'emploi des fonds ainsi confiés à l'étranger ? Pourquoi n'interviendraient-elles pas, le cas échéant, en faveur de leurs actionnaires, auprès des entreprises étrangères en question ? (21).

Ainsi, les Sociétés de placement pourront à la fois *agir comme organe de défense de l'épargne* et *faciliter l'expansion économique du pays*. Elles contribueront à maintenir l'équilibre dans la circulation internationale des capitaux, en achetant, suivant les circonstances, soit des valeurs nationales, soit des valeurs étrangères. Peu à peu, elles se constitueront un excellent portefeuille de titres internationaux. Aux heures graves, ce sera peut-être une précieuse réserve. Nous avons vu, effectivement, que, pendant la guerre de 1914, les Investment Trusts britanniques ont puissamment contribué à défendre le change anglais.

*
**

Mais il est encore un dernier point de vue sous lequel nous devons envisager le rôle économique et social des Sociétés de placement, et les considérations suivantes vont nous permettre de préciser notre pensée sur ce point.

(21) Voir *supra*, p. 66, ce que nous avons dit des sociétés françaises de gestion de valeurs mobilières étrangères.

Actuellement — c'est une constatation banale — la plupart des actionnaires des *grandes* Sociétés anonymes ne connaissent à peu près rien des entreprises dont ils sont, cependant, des *associés*. Pour eux, l'*affectio societatis* est une expression vide de sens. Trop souvent, l'actionnaire ignore jusqu'à la nature même de l'exploitation à laquelle se livre la Société ; ou bien, il sait vaguement qu'il s'agit de mines, mais il ne saurait préciser si ce sont des mines d'or en Afrique du Sud ou des mines de charbon en Pologne. C'est qu'en effet il n'a pas, à proprement parler, *placé* son argent dans l'*entreprise* X..., ce mot de « placé » impliquant la double idée d'un choix réfléchi à l'origine et d'un « investissement » d'assez longue durée. Non ; il a jeté au hasard son argent dans la Société X..., en achetant une action de cette Société comme il achèterait un billet de loterie ; ou bien il a agi avec quelque réflexion, mais en ne considérant la Société X... que comme une *machine à fabriquer des dividendes* ou comme une matière de choix entre les mains de *revalorisateurs* et d'*extrapolateurs* plus ou moins audacieux ; dans ce dernier cas, il n'a eu en vue que la plus-value boursière qu'il pourra réaliser en vendant — le plus rapidement possible — le titre qu'il vient d'acquérir. Singulière conception que celle de cet associé qui n'entre dans l'affaire qu'avec le désir d'en sortir au plus tôt ⁽²²⁾ !...

(22) Voir, sur cette question, Emm. Gounot : « Actionnaires et Conseils d'Administration » (« Semaines Sociales de France », Mulhouse, 1931).

Ainsi, écrit très justement Mlle Piot ⁽²³⁾, l'actionnaire contemporain ne s'intéresse pas à l'entreprise dont il est l'associé ; il y est *intéressé*, et ce verbe passif, d'un usage courant aujourd'hui, marque bien sa passivité habituelle.

Cela étant, point n'est besoin de transition subtile pour revenir aux Sociétés de placement. Puisqu'il existe actuellement, en fait, dans la grande Société anonyme, un capital *dirigeant* (il est représenté par les actions détenues par les Administrateurs et par un petit nombre d'actionnaires conscients de leurs droits et de leurs devoirs), et un capital *dirigé* (il est représenté par la masse des actions répandues dans le grand public), rien de plus naturel que des organismes se soient fondés pour répondre notamment à cette mentalité du capital dirigé qui se résume en deux mots : *dividendes* substantiels et *plus-values* rapides en capital. Ces organismes, ce sont les Sociétés de placement. Société anonyme, société de commerce par là même, la Société de placement n'exerce cependant aucune industrie ; elle ne fait aucun commerce déterminé. C'est une société de fructification de capitaux à l'état pur, d'où la considération de l'« entreprise à faire » a complètement disparu. Elle a, cependant, comme toute autre institution ⁽²⁴⁾, une *fonction sociale* à remplir. Et l'avantage considérable qui nous paraît devoir résulter du développement

(23) A. Piot : « Observations sur l'objet des sociétés commerciales au point de vue de la théorie de l'institution ». (Dans la « Revue critique de Législation et de jurisprudence », juillet-octobre 1930).

(24) Emmanuel Gounot : « Actionnaires et Conseils d'Administration ».

des Sociétés de placement, de ces Sociétés anonymes « extraordinaires », est justement de *canaliser* tous ces petits épargnants dont la mentalité souvent est une gêne pour les sociétés anonymes « ordinaires », c'est-à-dire pour celles qui ont effectivement une exploitation commerciale ou industrielle. Peut-être même, par l'attrait qu'elles exerceront sur eux, les Sociétés de placement contribueront-elles à résoudre ce conflit du capital dirigeant et du capital dirigé dont la solution paraît actuellement si difficile. En effet, ne prétendant pas à la direction des entreprises, et représentant par conséquent le capital dirigé, elles seront du moins armées pour défendre celui-ci contre les abus que peut tenter de commettre le capital dirigeant. Il deviendra donc moins nécessaire que le législateur prenne sa défense, ce qu'il ne peut faire sans entraver l'action du capital dirigeant, au détriment de l'entreprise...

Ainsi, il existe très légitimement dans la société commerciale une double finalité : finalité industrielle et finalité spéculative, cette dernière — qui devrait être la seconde. — dominant en fait dans l'esprit de la majorité des associés. Du jour où se créent des sociétés qui, comme les Sociétés de placement, n'ont plus qu'une seule finalité — celle que nous reconnaissons il y a un instant pour la seconde —, ces Sociétés nouvelles vont rallier tous les esprits dans lesquels dominait cette finalité. Et peut-être les Sociétés à objet commercial et industriel retrouveront-elles par là un meilleur équilibre, qui leur permettra de mieux s'attacher à leur objet propre.

TITRE DEUXIÈME

Les Sociétés de contrôle

CHAPITRE PREMIER

Définition et caractères spécifiques

Il est difficile de donner une définition précise de la Société de contrôle (que nous dénommerons par la suite « holding » pour plus de commodité).

C'est qu'en effet, suivant qu'ils s'attachent à l'une ou l'autre des caractéristiques économiques ou juridiques de cette forme de Société, les auteurs lui assignent des limites extrêmement diverses. Quant aux législations *commerciales*, elles ne contiennent ⁽¹⁾ aucune disposition à son sujet, à l'exception du Code suédois (qui établit des règles relatives à l'élabora-

(1) Rosset (Paul-René) : « Les holding-companies et leur imposition en droit comparé », Paris, 1931, Librairie Générale de Droit.

tion du bilan) et de la « loi sur l'entreprise fiduciaire », promulguée le 10 avril 1928 par la Principauté de Liechtenstein, que nous retrouverons plus loin.

Certaines lois *fiscales*, par contre, indiquent les conditions qu'une Société doit remplir pour être considérée comme une « holding company ». Ainsi, la « loi sur le régime fiscal des sociétés de participations financières (holding companies) », promulguée le 31 juillet 1929 par le Grand-Duché de Luxembourg, dispose (art. 1^{er}, al. 1), que « sera considérée « comme Société holding, toute société luxembourgeoise qui a pour objet exclusif la prise de participations, sous quelque forme que ce soit, dans « d'autres entreprises luxembourgeoises ou étrangères, et la gestion ainsi que la mise en valeur de « ces participations, de manière qu'elle n'ait pas « d'activité industrielle propre et qu'elle ne tienne « pas un établissement commercial ouvert au public. »

Cette définition est très intéressante, car elle met bien en évidence le double caractère, essentiel à nos yeux, de la holding, à savoir :

1° La « détention » de titres d'autres Sociétés (« die *Haltung* von Effekten (2) », dit M. Toggweiler ; « the *Holding* of the stock of operating corporations (3) », dit M. Buckingham, Vice-Président de la « Illinois power and light Corporation »).

(2) « Die Holding Company in der Schweiz », p. 14 (cité par Rosset, *op. cit.*, p. 12).

(3) « The Holding Company », brochure publiée par « The Electric Association », Chicago, 1928.

2° L'absence d'activité industrielle ou commerciale propre.

Cependant, elle est trop générale pour pouvoir être retenue telle quelle ici, car, nous le répétons, nous entendons l'expression « holding-company » dans le sens étroit de Société de contrôle (« Société-mère », « parent company ») ; or, cette définition englobe la plupart des Sociétés de participations.

Tel est, d'ailleurs, l'avis de M. Rambert (4).

C'est pourquoi nous nous attacherons maintenant au mot *contrôle*, que nous traduirons par *surveillance et direction* (« supervision and management », disent MM. Flynn (5), A. J. Simons (6), Halford Erickson (7), et, d'une manière générale, tous les économistes anglo-saxons qui ont écrit, ces dernières années, sur les holdings).

*
**

Il est donc nécessaire, pour qu'une Société soit une holding au sens étroit et actuel du mot, que son activité essentielle consiste à *contrôler* une ou plusieurs autres entreprises, c'est-à-dire à diriger leur gestion en leur imposant, au besoin, ses vues. Mais cette condition, nécessaire, ne nous paraît pas suffisante. Pour nous, comme nous l'avons dit déjà, la holding n'est

(4) « Les Sociétés de participations et la Société anonyme », p. 10 (cité par Rosset, *op. cit.* p. 12).

(5) *Op. cit.* p. 21.

(6) « Holding Companies », p. 1 (cité par Rosset, *op. cit.* p. 12).

(7) « Holding and Management Companies », brochure de 52 pages publiée par la « National Electric Light Association », New-York, 1928.

une Société de contrôle pure que si elle n'exerce par elle-même, directement, aucune activité industrielle ou commerciale.

*
**

En résumé, nous proposons la définition suivante :

La « Holding » est une institution (une Société anonyme le plus souvent) dont l'activité, purement administrative et financière, consiste à surveiller et diriger une ou plusieurs autres entreprises, industrielles ou commerciales, appelées ses « filiales », ce « contrôle » étant à la fois le but et le résultat d'une participation au capital social desdites filiales suffisante pour conférer à la holding une influence prépondérante dans leur administration.

*
**

Ainsi, la Société de contrôle pure, comme la Société de placement pure, n'a-t-elle pas d'autre élément d'actif, en *théorie*, que son portefeuille (8). Mais ce portefeuille ne comporte pas d'autres valeurs que des titres des filiales de la holding. Et il en contient de gros « paquets », de telle sorte que la Société de contrôle est, à l'inverse de la Société de placement, une *Société de Sociétés*, bien plutôt qu'une Société de titres.

(8) En fait, on trouve toujours, à l'actif des grandes Sociétés de contrôle, divers postes correspondant aux éléments qui sont indispensables au fonctionnement normal de la Société : mobilier, espèces en caisse et en banque, comptes débiteurs, etc.

CHAPITRE II

La Société de contrôle au point de vue juridique

Nous avons pu, pour les Sociétés de placement, ne faire que quelques brèves allusions à leur caractère juridique, en signalant, notamment, que la « finalité spéculative » l'emporte, chez elles, sur la « finalité industrielle » au point de l'absorber tout entière.

Mais nous devons nous étendre davantage sur le point de vue juridique en matière de Holdings.

SECTION I

CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES

Rappelons d'abord que rien ne s'oppose à ce qu'une Société anonyme, être moral, soit administrateur d'une autre Société anonyme. Pourquoi, en effet, du moment que la première Société est propriétaire d'un nombre suffisant de titres de la seconde, ne pourrait-elle pas être choisie comme man-

dataire par l'Assemblée Générale pour participer au Conseil d'Administration de cette seconde Société ? Elle peut remettre en garantie les actions dont elle est personnellement propriétaire ; celles-ci seront soumises au régime des actions d'Administrateurs, inaliénables, et constitueront la garantie solidaire de la gestion du Conseil d'Administration.

On peut même citer des cas en France où une Société anonyme est l'Administrateur *unique* d'une autre société anonyme (1).

*
**

Cependant, les Sociétés anonymes ne sont pas rares qui, au lieu de députer un de leurs mandataires ordinaires — leur Administrateur-délégué par exemple — au sein du Conseil d'Administration de leurs filiales, dans les mêmes conditions et les mêmes formes qu'elles délèguent un représentant physique dans tous les cas où c'est nécessaire (signature de contrat, assemblée générale, etc.), se croient obligés d'y déléguer une personne *au nom de qui elles ont fait, au préalable, transférer le nombre d'actions voulu*. Il en résulte que leur délégué n'est pas, à proprement parler, leur mandataire. La Holding n'est dès lors plus rien dans sa filiale ; c'est son délégué qui est tout, et

(1) C'est le cas, par exemple (en 1931), de la « Blanchisserie et Teinturerie de Thaon », Société anonyme au capital de 130 millions, qui est l'Administrateur unique des « Etablissements Maréchal », Société anonyme au capital de 100 millions.

il n'est que par confiance le mandataire de la Holding.

M. Paul Cheminai expose très bien, dans sa brochure sur les Holdings ⁽²⁾, à quels scrupules obéissent les Sociétés qui agissent ainsi :

1° Le premier est le souci de respecter strictement la loi, qui exige que l'administrateur soit actionnaire ⁽²⁾.

Mais, c'est inexactement interpréter la loi que de penser que la personne physique qui prend place au Conseil d'Administration doit elle-même être propriétaire d'actions. Car, nous l'avons vu, une Société actionnaire peut, comme personne morale, devenir administrateur, comme elle prend place à l'Assemblée Générale, sans que son représentant soit nécessairement, dans chacun de ces cas, personnellement actionnaire.

2° Le second procède de cette considération que la responsabilité, pénale et civile, imposée par la loi à l'Administrateur, étant toujours *personnelle*, seule une personne physique peut être administrateur, car seule elle peut encourir cette double responsabilité ⁽³⁾.

Mais il est fort possible de concilier avec la nature

(2) Paul Cheminai : Les Sociétés « Holding », Paris, Dalloz, 1929, pp. 16 sqq.

(2) Art. 22, § 1, de la loi du 24 juillet 1867 : « Les Sociétés anonymes sont administrées par un ou plusieurs mandataires... pris parmi les associés ».

(3) Voir l'ouvrage de M. Mestre, intitulé : « Les Personnes morales et le problème de leur responsabilité pénale » (Thèse, Paris, 1901).

purement morale de la personne qu'est la Société administrateur, la responsabilité civile et pénale en question. La Société sera civilement responsable dans tous les cas où un de ses actes aura causé un dommage à autrui, et son représentant pourra être tenu pour personnellement responsable des actes délictueux qu'il aura pu commettre.

Au surplus, la solution qui consiste, pour la Société actionnaire, à déléguer au Conseil d'Administration un mandataire ordinaire, n'ayant nul besoin d'être *personnellement* actionnaire, présente trop d'avantages pratiques pour qu'on puisse hésiter à l'adopter. Ces avantages sont les suivants :

1° D'abord et surtout, le mandataire en question est nécessairement incité à *garder une étroite liaison avec son mandant*, c'est-à-dire avec le Conseil d'Administration de la Société actionnaire, tandis qu'autrement il pourrait être tenté de suivre sa politique personnelle, au détriment, peut-être, de celle de la Société qu'en fait il représente ;

2° Ensuite, *toutes difficultés de fait sont évitées* ultérieurement, tandis qu'il pourrait surgir des complications si, par exemple, le délégué de la Holding, à qui celle-ci a cru devoir transférer des actions de sa filiale, mourait sans avoir signé en blanc une demande de transfert réel au nom de la Holding même ;

3° Enfin, *les tantièmes* distribués à ses Administrateurs par la filiale, au lieu de bénéficier à M. X... personnellement, constituent pour la Holding un *bénéfice social*, dont profiteront ses actionnaires.

Les fameuses *cascades de tantièmes* sont ainsi évitées, qui échauffent tant la bile de certains défenseurs (?) des actionnaires (4).



Rappelons aussi que l'action, cette part d'associé dans la Société anonyme, confère à son possesseur au moins deux droits essentiels. Le premier est celui de prendre part à l'administration de la Société : c'est le droit de vote. Le second, celui de participer à ses bénéfices (c'est le droit au dividende), et, lors de la liquidation, à la répartition de son actif après paiement des dettes et remboursement de la valeur nominale des titres.

Or, aux yeux de cet actionnaire particulier qu'est la holding, le *droit de vote* est infiniment plus important que le droit au dividende.

C'est en effet grâce au droit de vote que la holding acquiert d'abord, et conserve ensuite, le pouvoir de contrôle qui est son but.

(4) Ce procédé nous paraît plus juste et plus pratique que celui qui consisterait — si la proposition du groupe Bailly était prise en considération — à imposer aux Sociétés de participations « l'obligation de faire un compte spécial des dividendes qu'elles reçoivent de leurs filiales et à exiger que les disponibilités de ce compte ne puissent être réparties qu'entre les actionnaires, « sans jamais pouvoir servir aux tantièmes des Administrateurs ». (Voir dans la « Revue Politique et Parlementaire » du 10 mai 1931, le vigoureux article de M. Roger Picard, intitulé « la défense des actionnaires », qui combat la thèse du groupe Bailly).

Remarquons d'ailleurs qu'en pratique, il n'est pas difficile à la Holding qui a cru devoir transférer à M. X*** des actions de sa filiale, de spécifier que les tantièmes versés par cette filiale à M. X***, qui en est devenu par hypothèse Administrateur, ne profiteront pas à ce dernier personnellement mais seront reversés par lui à la Holding.

Dans le cas le plus simple — celui d'une Société anonyme dont toutes les actions ont, en toute circonstance, le même droit de vote — il suffit à la holding de détenir la moitié plus une de ces actions pour être le maître absolu de la Société. Ainsi, un capital déterminé peut à peu près doubler son influence, ou la multiplier par 4, par 8... etc. (suivant le nombre d'étages de filiales), comme le montrent clairement les schémas reproduits à la page qui suit (5).

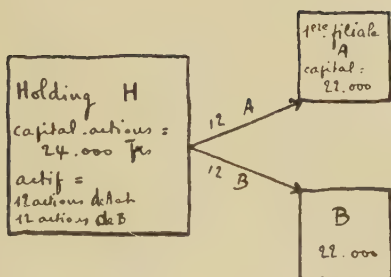
La situation peut d'ailleurs se compliquer davantage au point de devenir inextricable. C'est ce qui se produit quand, entre deux Sociétés, s'effectue un échange de leurs titres tel que le contrôle de la deuxième Société par la première se double d'un contrôle de la première par la seconde (6).

Au surplus, il n'est pas indispensable, en pratique, que la holding détienne la moitié plus une des actions de la société qu'elle veut contrôler. Car beaucoup d'actionnaires — ceux qui constituent ce *capital dirigé* dont nous avons parlé déjà — ne font pas usage de leur droit de vote. Et l'on admet couramment aujourd'hui, en France, que la possession de 35 % environ des actions (toujours supposées à droit de vote égal) suffit généralement pour assurer une majorité.

Mais il va sans dire que le capital à investir par la Société de contrôle dans l'entreprise à contrôler est

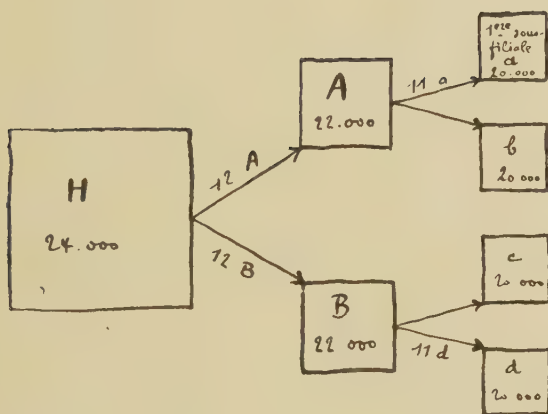
(5) Pour simplifier, sans nuire cependant à la rigueur de la démonstration, nous supposons que la valeur nominale des actions, uniformément fixée à 1.000 francs pour chaque Société, est égale tant à leur valeur en bourse qu'à leur valeur liquidative nette.

(6) Voir sur ce point des indications précises dans Janin, *op. cit.* pp. 133 sqq.



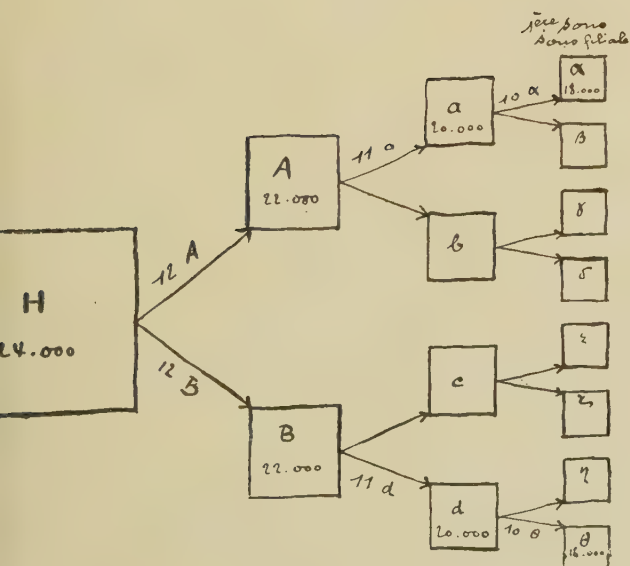
Exemple I

Les 24.000 fr. du capital de la holding H contrôlent les $2 \times 22.000 = 44.000$ fr. du capital des 2 Sociétés d'exploitation A et B.



Exemple II

Les 24.000 fr. de la holding de tête H contrôlent les $4 \times 20.000 = 80.000$ fr. des 4 Sociétés d'exploitation a, b, c et d.



Exemple III

Les 24.000 fr. de la holding de tête H contrôlent les $8 \times 18.000 = 144.000$ fr. des 8 Sociétés d'exploitation.

beaucoup moins considérable encore si la participation de la holding consiste en actions à droit de vote privilégié, dites « actions à vote plural ». Ces actions — disons-le en passant — sont légales dans la plupart des législations ; en France, leur émission n'est plus possible depuis le 26 avril 1930, date de la loi de finances qui, dans son article 6, les a supprimées pour l'avenir ; en outre, le projet de loi adopté par le Sénat le 2 décembre 1931 prescrit la disparition, dans un délai de 2 ans, des actions de ce type actuellement existantes (art. 3).

SECTION II

DROITS DES ACTIONNAIRES DE LA SOCIÉTÉ-MÈRE ET DES FILIALES

Juridiquement, l'actionnaire d'une holding a exactement les mêmes droits et obligations que l'actionnaire de toute Société anonyme industrielle ou commerciale. Mais, en fait, la substitution de titres qui se produit au sein de la holding l'éloigne de l'activité industrielle directe ; elle fait de lui un actionnaire au second degré, ou plutôt — car cette expression pourrait être considérée comme équivalente à celle de super-actionnaire — elle fait de lui un actionnaire de *deuxième rang*, un hypo-actionnaire pour ainsi dire, en diminuant considérablement la portée du droit de vote dont il dispose. En effet, il ne peut plus avoir qu'une influence indirecte sur les sociétés proprement industrielles — filiales, sous-filiales, etc. — qui l'in-

téressent ; il ignore nécessairement à peu près tout de ces dernières, n'en étant pas lui-même actionnaire ; ou même il n'en connaît pas seulement l'existence, la composition du portefeuille de la holding de tête — sa société, pourtant — et des holdings intermédiaires n'étant presque jamais publiée, en France du moins.

Quant à l'actionnaire des holdings intermédiaires entre la holding de tête et les sociétés exploitantes, son sort est encore moins enviable. En effet, d'une part, il n'a presque aucun pouvoir sur ces dernières sociétés puisqu'il est actionnaire d'une holding qui les contrôle ; et, d'autre part, la situation majoritaire de la holding, ou des holdings, de degré supérieur qui contrôlent la sienne propre, lui enlève toute part effective dans l'administration de la société même dont il est actionnaire.

Que dire, enfin, de la situation des actionnaires des sociétés exploitantes elles-mêmes ? Elle est évidemment de moins en moins brillante à mesure que s'accroît le nombre des étages de l'édifice dont le toit est la holding et dont les fondations sont les sociétés exploitantes en question.

A cet égard, quelques chiffres ne sont pas inutiles pour montrer combien différente est — toutes choses égales d'ailleurs — l'influence qu'ont, dans ces sociétés exploitantes, les actionnaires de la Holding de tête, ceux de la ou des Holdings intermédiaires, et ceux des susdites sociétés exploitantes. Reprenons les exemples schématisés représentés précédemment. La première filiale A a un capital de 22, représenté

par 22 actions dont 12 appartiennent à H. Donc H possède $\frac{12}{22}$ du capital de A ; son influence dans A est représentée par le rapport existant entre le nombre des titres de A qu'elle détient, soit 12, et le nombre des titres de A qui restent libres, c'est-à-dire qui sont détenus par d'autres, soit 10. Cette influence est de $\frac{12}{10}$ et c'est aussi, par raison de symétrie, l'influence de H dans la deuxième filiale B.

On verrait de même que la première filiale A possède, dans la première sous-filiale a, une influence égale à $\frac{11}{9}$, et que cette première sous-filiale a possède, dans la première société exploitante α , une influence égale à $\frac{10}{8}$.

Il en résulte que la holding possède dans a (comme dans b, c et d), une influence égale à $\frac{12}{10} \times \frac{11}{9}$;

dans α comme dans $\beta, \gamma, \dots \theta$), une influence égale à $\frac{12}{10} \times \frac{11}{9} \times \frac{10}{8}$.

On voit ainsi qu'à chacune des 24 actions de H correspond une influence :

$$\text{dans A (et B) : de } \frac{1}{24} \times \frac{12}{10} = \frac{1}{20} = \frac{11}{220} ;$$

$$\text{dans a (et b, c, d) : de } \frac{1}{24} \times \frac{12}{10} \times \frac{11}{9} = \frac{11}{180} ;$$

dans α (et $\beta, \gamma, \dots \dots \dots \theta$) :

$$\begin{array}{ccccc} 1 & 12 & 11 & 10 & 11 \\ \text{de } \frac{1}{24} \times \frac{12}{10} \times \frac{11}{9} \times \frac{10}{8} = \frac{11}{144} \end{array}$$

l'influence croissant rapidement à mesure qu'on s'éloigne de la tête.

Considérons maintenant le groupe des 10 actions A qui ne sont pas détenues par H. Il a, ce groupe, dans a, une influence égale à $\frac{9}{11}$ (puisque, nous l'avons vu, la

Société A détient déjà, dans a, une influence de $\frac{11}{9}$).

De même, le groupe des 9 actions a qui ne sont pas détenues par A, a, dans α , une influence égale à $\frac{8}{10}$.

Il en résulte qu'à *chacune des 10 actions « libres » de A correspond une influence :*

$$\text{dans a, de } \frac{1}{10} \times \frac{9}{11} = \frac{9}{110};$$

$$\text{dans } \alpha, \text{ de } \frac{1}{10} \times \frac{9}{11} \times \frac{8}{10} = \frac{72}{1100} = \frac{18}{275}.$$

On verrait de même qu'à *chacune des 9 actions « libres » de a correspond une influence, dans α , de*

$$\frac{1}{9} \times \frac{8}{10} = \frac{8}{90} = \frac{4}{45}.$$

Enfin, à *chacune des 8 actions « libres » de α correspond une influence, dans α , de*

$$\frac{1}{8} \times \frac{8}{10} = \frac{1}{10}.$$

Comparons, dès lors, la situation de 4 capitalistes

ayant consacré chacun la même somme, soit 8.000 fr., à l'achat de 8 actions du groupe H, mais ayant acquis :

le premier, 8 actions de H ;

le deuxième, 4 actions de A, et 4 actions de B ;

le troisième, 2 actions de a, 2 actions de b, 2 actions de c, 2 actions de d ;

le quatrième, enfin, 1 action de chacune des 8 Sociétés $\alpha, \beta, \dots, \eta$.

Et voyons de quelle influence dispose chacun d'eux, *en théorie*, dans l'une quelconque des Sociétés exploitantes, la Société α par exemple.

L'influence du quatrième capitaliste, actionnaire *direct* de α , n'est représentée, nous venons de le voir,

que par $\frac{1}{10}$; celle du troisième est représentée par

$2 \times \frac{4}{45} = \frac{8}{45}$; celle du deuxième, par $4 \times \frac{18}{275} = \frac{72}{275}$;

celle du premier, enfin, l'actionnaire de la holding,

par $8 \times \frac{11}{144} = \frac{11}{18}$.

Ces 4 fractions, $\frac{11}{18}, \frac{72}{275}, \frac{8}{45}, \frac{1}{10}$, réduites au même

dénominateur (soit respectivement $\frac{3025}{4950}, \frac{1296}{4950}, \frac{880}{4950},$

$\frac{495}{4950}$), montrent que le premier capitaliste, en consacrant ses 8.000 francs à l'achat d'actions de la holding,

s'est assuré par là même, dans les Sociétés exploitantes,

tes, une influence environ 6 fois plus grande que celle du quatrième, actionnaire des Sociétés exploitantes elles-mêmes, environ 3 fois $1/2$ plus grande que celle du troisième, actionnaire des sous-filiales, environ 2 fois $1/2$ plus grande, enfin, que celle du deuxième, actionnaire des filiales...!!

*
**

En fait, l'influence des actionnaires de la Société de queue, la seule exploitante, la seule qui « produise », la seule, par conséquent, qui puisse faire des bénéfices, cette influence est nulle — même quand les holdings successives n'ont pas (contrairement à ce qui se passe dans l'exemple schématique que nous venons de considérer) la majorité plus une des actions des filiales successives placées à l'échelon immédiatement inférieur. En effet, la Société-mère y a — nous l'avons démontré — une influence tellement prépondérante que la volonté des autres actionnaires vient totalement se briser contre elle, quand bien même il existerait des dispositions légales tendant à restreindre la puissance relative des gros actionnaires dans les Sociétés anonymes. Car, par un habile système de représentation ou de remise momentanée des titres à des banquiers, ou encore aux administrateurs de la Société de contrôle, par exemple, il est toujours possible d'éluder les dispositions légales en question (7).

(7) Un exemple typique en a été fourni, en 1929, par deux Sociétés hollandaises de soie artificielle, la « Maekubée » (Société pour l'exploitation de fabriques de soie artificielle à l'étranger),

En définitive, les actionnaires des Sociétés d'exploitation contrôlées se trouvent dans une situation assez voisine de celle d'un obligataire. Il en est ainsi quoiqu'à un degré moindre, des actionnaires des holdings intermédiaires.

*
**

Il est vrai qu'en contre-partie le profit, représenté par les *dividendes nets* encaissés, est *théoriquement* en raison inverse de l'influence, c'est-à-dire que le dividende croît à mesure qu'on s'éloigne davantage de la holding de tête. Le calcul montre, par exemple, que, dans l'exemple déjà étudié, et en supposant que chaque Société exploitante distribue un dividende de 10 à chacune de ses actions, le premier capitaliste, actionnaire de la holding, ne touche au total que 41,97 net pendant que le second, actionnaire des filiales, encaisse 49,09, le troisième, actionnaire des sous-filiales, 57,456, et le quatrième, actionnaire des Sociétés exploitantes, 80 (8).

et l'« Enka » (Fabrique néerlandaise de soie artificielle), à Arnhem, ayant entre elles des liens étroits.

La loi néerlandaise limite, en effet, à un maximum de 6 voix par actionnaire le total des voix dont disposent, aux Assemblées Générales, les gros porteurs de titres. Répartis entre plusieurs petites Sociétés « ad hoc », les paquets de titres détenus, dans une Société, par une autre Société, retrouvent ainsi leurs voix. C'est pourquoi on a vu les deux sociétés précitées s'entendre pour fonder 860 sociétés spéciales, au capital de 25.000 florins divisé en 250 actions de 100 florins, ayant toutes leur siège social à Arnhem (où se trouve le siège de l'Enka) et portant chacune le nom de « Société pour la possession réunie de valeurs industrielles n° .. » (les numéros vont de 1 à 860) ! !

(8) Le calcul a été fait en supposant des sociétés *françaises* dont les actions sont toutes *nominatives* (seul, donc, entre en jeu l'impôt de 16 % sur le revenu des valeurs mobilières). On suppose en

Mais là encore, il y a loin en général de la théorie à la pratique ! Là encore, l'actionnaire de la holding se trouve, *en fait*, dans une situation privilégiée, car c'est lui seul qui exerce pleinement ce *droit au dividende*, inséparable de la qualité d'actionnaire, dont nous parlions plus haut. En effet, c'est uniquement la holding qui dispose effectivement des bénéfices de tout l'édifice pyramidal considéré, en raison même du contrôle qu'elle exerce ; or, elle a intérêt à ce que ces bénéfices lui parviennent directement, en totalité, au lieu de s'amenuiser par le jeu de l'alimentation de la réserve légale et de la distribution d'un dividende à chacun des échelons de la hiérarchie (avec la cascade d'impôts qui en résulte).

« Pour arriver à ces fins », écrit M. Rosset (9), « la holding impose à ses filiales des conventions en sa faveur, leur vend des brevets ou des licences, par exemple. Elle peut aussi les obliger à doter largement leurs réserves ou à reporter à nouveau des sommes importantes, ce qui lui permet de se procurer de l'argent à un taux bas. Les conditions légales ou statutaires prévues pour la distribution d'un dividende ne se trouvent ainsi pas réalisées. Il semble que chaque actionnaire pourrait attaquer, sinon les contrats conclus par la Société contrôlée qui diminuent ses bénéfices, du moins les décisions qui s'opposent à la répartition d'un dividende ».

outre que chacune des sociétés H ; A et B ; a, b, c, et d, répartit ainsi ses bénéfices nets : 5 % à la réserve légale ; sur le surplus, 10 % au Conseil d'Administration et 90 % aux actionnaires.

(9) Rosset, *op. cit.* pp. 24 sqq.

Que se passe-t-il *lors de la liquidation* d'un groupe de Sociétés emboîtées les unes dans les autres ?

S'il s'agit de la liquidation de *toutes* les Sociétés du groupe, les actionnaires de chacune d'elle participent à la liquidation de l'ensemble dans l'ordre de l'emboîtement de ces Sociétés. Il en résulte que les actionnaires de la holding de tête sont les derniers servis : ils ne viennent au partage qu'une fois désintéressés et remboursés les créanciers, les obligataires et les actionnaires privilégiés des Sociétés de queue (les Sociétés d'exploitation), puis des sous-filiales, puis des filiales.

Si c'est la seule holding de tête qui se dissout, sa liquidation reste évidemment sans effet, en théorie du moins ⁽¹⁰⁾, à l'égard des actionnaires de ses filiales, sous-filiales, etc. Il en résulte seulement, pour l'ensemble du groupe de ces dernières, la disparition d'un degré de contrôle. Dans l'exemple choisi plus haut, cette disparition du contrôle de H fait des Sociétés A et B des Sociétés indépendantes, dont chacune est désormais la holding de tête d'un groupe à un étage de moins que le groupe initial.

(10) *En pratique*, la liquidation de la Société-mère, presque toujours due aux mauvaises affaires de celle-ci, entraîne généralement la liquidation de ses filiales et sous-filiales. Et c'est là, en temps de crise, un des gros inconvénients de ces échafaudages de Sociétés, pyramides reposant sur la pointe, qui s'abattent comme un château de cartes.

Voir, par exemple, comment, en novembre 1931, la liquidation judiciaire de la Société « l'Electro-Câble », au capital de 125 millions de francs, a entraîné le dépôt du bilan de ses filiales : la « Société d'Equippedement des Voies Ferrées et des grands Réseaux électriques », au capital de 50 millions ; la « Société des Tréfileries, Laminoirs et Fonderies de Chauny », au capital de 10 millions ; la Société « Fonderies et Laminoirs de Paris, Rouelles et Harfleur », au capital de 20 millions.

Si c'est une des holdings intermédiaires qui se dissout, la Société A par exemple, sa liquidation reste évidemment sans effet sur toutes les Sociétés du groupe de B. Quant aux filiales et sous-filiales de la Société A elle-même, elles voient disparaître deux degrés de contrôle, à savoir le contrôle de A et celui de la holding de tête H. Cette dernière, en effet, qui

possédait par hypothèse les $\frac{12}{22}$ de l'actif de A (lequel

se composait uniquement de 11 actions de a et 11 ac-

tions de b), se voit attribuer $\frac{12}{22} \times 11 = 6$ actions de

a et aussi 6 actions de b. Elle n'hérite donc pas de A le contrôle que A avait sur a et b, puisqu'elle ne possède que 6 actions de a et de b, ce qui lui confère seulement, dans chacune de ces Sociétés, une influence

de $\frac{6}{14}$. En somme, la liquidation de A entraîne théori-

quement ⁽¹¹⁾ la disparition du contrôle que H avait sur toutes les Sociétés du sous-groupe de A.

On verrait de même que si c'est une sous-filiale, a, par exemple, qui se dissout, il en résulte pour les Sociétés $\alpha, \beta, \dots, \theta$, la disparition de 3 degrés de contrôle.

(11) Nous disons « théoriquement », car le plus souvent, en fait, la Société-mère H se sera fait céder par sa filiale A, avant la dissolution de celle-ci, la totalité des actions de a que A possédait en portefeuille, recueillant ainsi le contrôle direct de la société a qu'elle n'exerçait jusqu'alors qu'indirectement, par l'intermédiaire de A.

Si, enfin, c'est une des Sociétés exploitantes qui se dissout, α , par exemple, sa liquidation n'intéresse évidemment, outre ses propres actionnaires, que les actionnaires de a .

CHAPITRE III

La Société de contrôle au point de vue économique

Nous avons vu déjà, dans notre première partie, comment une holding peut prendre naissance dans le cas où une *Société d'exploitation* prospère se transforme peu à peu en Société mixte (Société d'exploitation et de participations) et aboutit, finalement, à une Société de contrôle proprement dite autour de laquelle gravitent, comme des satellites, un certain nombre de Sociétés d'exploitation, industrielles ou commerciales. L'évolution de l'entreprise primitive et son développement progressif ont ainsi eu pour conséquence l'individualisation de ses organes, dont chacun a dû être spécialisé pour remplir au mieux sa fonction propre, mais qui, en même temps qu'ils se spécialisaient davantage, ont acquis, par la force même des choses, une indépendance grandissante, jusqu'au jour où ils ont obtenu l'autonomie — abou-

tissement normal de l'importance qu'ils ont prise et des buts spéciaux qui leur ont été assignés.

Mais de même qu'un édifice pyramidal — holding, filiales, sous-filiales... — résulte parfois de cette sorte de dégradation, ou de désagrégation, d'une Société d'exploitation consécutive à un développement trop considérable de l'entreprise primitive, de même — quoiqu'en sens inverse — une holding peut être la forme juridique adoptée pour l'agrégation de diverses Sociétés d'exploitation jusqu'alors indépendantes, quoique voisines. Souvent, de fait — nous l'avons dit déjà — la Société de contrôle réalise l'union de plusieurs entreprises similaires ou connexes. Et c'est là, nous en sommes convaincus, un procédé de *concentration industrielle* à la fois souple et sûr. Plus *souple* que la fusion pure et simple dans un trust, car des sociétés apparemment autonomes, paraissant mener chacune sa vie propre — bien qu'elles soient animées, en fait, d'une seule et unique volonté — peuvent conclure entre elles toutes sortes d'utiles conventions. Elles le feront, sous l'égide de leur holding, dans leur intérêt réciproque, se communiquant des procédés, se vendant des brevets, se prêtant des techniciens, se fournissant les unes aux autres toute l'aide financière et commerciale nécessaire. Et remarquons, en passant, que la holding ne l'emporte pas seulement sur le trust par sa souplesse ; elle possède également sur lui ⁽¹⁾ l'avantage de heurter beaucoup moins l'opinion publique. Une grande concentration financière

(1) Rosset, *op. cit.* p. 31.

est moins apparente qu'une concentration industrielle importante. Les idées égalitaires et démocratiques si en faveur aujourd'hui sont ainsi ménagées dans une certaine mesure.

Procédé de concentration *sûr*, avons-nous dit également de la holding ; non pas certes autant que la fusion complète (notamment au point de vue technique), mais beaucoup plus cependant que la simple « entente », ou même que le cartel proprement dit, car le lien qui unit les entreprises contrôlées par la holding a pour base un *droit tangible* — la propriété d'un certain nombre d'actions — au lieu de résulter d'un contrat auquel il est toujours possible de commettre des infractions. Dans le cartel, l'organisme qui gère les intérêts communs des entreprises affiliées émane de ces entreprises mêmes ; tandis que la holding, qui accomplit les fonctions de cet organisme, est l'associée de chaque membre du groupement, et une *associée à voix prépondérante*. C'est là, on en conviendra, une situation très favorable à la solidité de l'édifice industriel que constituent les diverses filiales d'une même holding. Et reprenant, quelque peu modifiée, l'heureuse expression de M. A. Henry (*Journ. des Soc.*, 1919, p. 163), nous dirons que la Holding est à l'Entente ce que le mariage est à l'union libre.

*
**

Mais il est une autre genèse de la holding dont nous n'avons pas parlé encore et qui est la suivante.

Ou bien, *une* Société d'exploitation (c'est, par exemple, une puissante Société industrielle, ou une grande

banque d'affaires), voyant ses participations grandir en nombre et en importance, éprouve le besoin de s'alléger, sans rien perdre pour autant ni de son caractère de Société exploitante, ni de l'influence que lui confèrent les dites participations. Dès lors, elle prend le parti ⁽²⁾ de détacher de son actif seulement la part représentée par les titres de ses filiales et d'en faire apport à une Société nouvelle, constituée de toutes pièces dans le seul et unique but de gérer le portefeuille en question. Elle remplace ainsi ses participations éparses par une seule participation, à savoir celle qu'elle détient désormais dans la nouvelle Société, dont elle s'est fait remettre tout ou partie des actions en rémunération de son apport. Elle n'a plus dès lors qu'une filiale, et celle-ci est elle-même une Société de contrôle.

Ou bien, *deux ou plusieurs* Sociétés d'exploitation distinctes décident de se rapprocher pour constituer, d'un commun accord, une Société nouvelle, à laquelle elles feront apport — dans les mêmes conditions que précédemment — de leurs diverses participations. L'opération est particulièrement intéressante dans le cas suivant : soit A, B, C, les 3 Sociétés fondatrices de la Société nouvelle S; par hypothèse, A, B et C, ne disposaient, chacune, que du cinquième des actions d'une certaine Société d'exploitation s; du fait même de la constitution de S, les trois cinquièmes des actions de s vont se trouver réunis entre les mêmes mains ;

(2) Nous verrons, dans notre troisième partie, que les considérations d'ordre *fiscal* ne sont généralement pas étrangères à cette détermination.

ainsi S acquiert le contrôle de s, et comme elle est elle-même contrôlée par le groupe A, B, C, c'est ce groupe qui, en définitive, contrôle désormais la Société d'exploitation s.

Quel que soit le processus de fait, la genèse théorique que nous venons d'exposer est très fréquente aujourd'hui, si fréquente, même, que certains économistes considèrent que toute holding dépend d'un groupe supérieur dont elle n'est que l'agent d'exécution dans une part déterminée de l'œuvre plus générale de rationalisation entreprise par ce groupe (3).

Nous ne croyons pas, quant à nous, que ce soit un caractère *spécifique* de la holding d'être dépendante d'une volonté supérieure, et c'est pourquoi nous n'avons pas retenu, dans notre définition de la holding, ce troisième caractère.

*
* *

(3) C'est ainsi que les groupes belges très puissants qui s'appellent la Société Générale de Belgique, la Mutuelle Solvay et la Banque de Bruxelles, ont fondé ces dernières années, ensemble ou séparément, pour servir leurs vues, un certain nombre de holdings plus ou moins pures, telles que :

La « *Compagnie Belge pour l'Industrie* », fondée en 1929, par la Banque de Bruxelles pour centraliser toutes ses participations industrielles. Son capital, qui atteint le chiffre énorme de 735 millions de francs belges, est ainsi constitué : 35 millions en 700.000 actions de contrôle de 50 fr., toutes attribuées à la Banque de Bruxelles, fondatrice; 700 millions en 700.000 actions ordinaires de 1.000 francs. L'importance de ce capital comparée à la médiocrité des résultats de l'exercice clos le 3 juin 1931 (bénéfices nets : 13.856.593 fr.; dividende : 0) illustre ce que nous disons plus loin des dangers de la *surcapitalisation* en matière de holdings ;

L'« *Union financière belge des Tabacs (Tabacofina)* », créée en 1928 au capital de 225 millions sous l'égide de la Société Générale de Belgique ;

L'ex-« *Compagnie Financière et Industrielle de Belgique (Finabel)* », constituée en 1928, également sous les auspices de la Mutuelle Solvay et de la Banque Générale Belge, et qui est devenue, au début de 1932, la « *Société de Banque Belge* », au capital de 200 millions seulement (pas de *surcapitalisation*, ici !), par fusion avec la Banque Générale Belge précitée.

Quelle que soit son origine, la holding peut et doit jouer, une fois constituée, un rôle économique de première importance. A cet égard, elle l'emporte de beaucoup sur la Société de placement pure. Et peut-être peut-on trouver dans ce fait une sorte de justification de la tendance qu'ont, trop souvent à notre avis, les dirigeants des Investment Trusts américains à orienter leur activité vers le contrôle des Sociétés dont l'Investment Trust est actionnaire.

Nous nous proposons de montrer rapidement comment la holding, par le fait même qu'elle *coordonne* les activités des entreprises groupées sous son contrôle, réduit les frais généraux de chacune d'elles ; comment aussi, en s'interposant entre l'épargne et l'industrie, elle peut alimenter celle-ci en capitaux à un prix modéré ; comment, enfin, en apportant aux producteurs une prospérité à laquelle participent les salariés, les consommateurs et même les épargnants, elle contribue à donner une assiette solide aux finances publiques, dont le désordre est à la fois un effet et une cause de troubles économiques.

SECTION PREMIÈRE

LE SERVICES QUE LA HOLDING REND A SES FILIALES

Bien des Sociétés de portefeuille, nous l'avons vu notamment à propos des banques d'affaires (4), interviennent dans la gestion d'entreprises industrielles, entre lesquelles elles peuvent établir d'utiles liaisons.

(4) Voir *supra*, p. 62.

Elles les surveillent, ne serait-ce que pour sauvegarder le capital qu'elles y ont engagé; elles leur apportent le concours d'administrateurs expérimentés; souvent, elles leur consentent des avances de fonds, aide financière qu'elles accorderont d'autant plus volontiers qu'elles verront, dans les entreprises patronnées par elles, une clientèle pour leur département bancaire.

Les holdings bien gérées font du « financement » dans un autre esprit. Sans doute, elles procurent les capitaux nécessaires à la création d'une entreprise nouvelle, qui ne pourrait pas se constituer s'il lui fallait s'adresser directement au public, ou qui ne le pourrait qu'en assumant des charges excessives. Elles ressemblent par là aux Sociétés de « lancement » (« promoting companies »), et aux Syndicats financiers. Mais elles en diffèrent très heureusement en ce sens que — du fait même que les fonds dont elles disposent ne leur ont pas été confiés à court terme (les holdings n'acceptent guère de dépôts) — elles attendront qu'une entreprise nouvellement créée ou réorganisée soit devenue productive, pour inviter le public à y participer. Elles auront soin, d'ailleurs, de conserver par devers elles des ressources liquides suffisantes pour être en mesure de pourvoir — aux époques où l'argent se fait rare — au développement des entreprises qu'elles patronnent. A ce titre, elles méritent le qualificatif de « sociétés de financement » (« financing companies ») dans le meilleur sens du mot.

La holding ne se borne d'ailleurs pas à assurer les

opérations financières isolées que ses filiales peuvent avoir besoin de réaliser. Elle assure aussi en permanence la *trésorerie* du groupement qu'elle contrôle, et cela, à meilleur compte que si ses diverses filiales devaient le faire elles-mêmes, chacune pour son compte. La holding emprunte en effet aux meilleures conditions possibles, en raison de son importance même et de l'intérêt qu'ont, de ce fait, les grandes banques à s'attacher sa clientèle. Elle répartit ensuite entre ses filiales, suivant les besoins de chacune, les fonds qu'elle s'est ainsi procurés.

D'autre part, parmi les nombreuses filiales d'une grande holding, il en est qui peuvent avoir, à certaines époques, des fonds disponibles. Comment les mieux utiliser qu'en les remettant à la holding, qui pourra dès lors les mettre à la disposition de celles de ses autres filiales qui sont au même moment en quête d'argent ?

Ainsi la holding joue-t-elle à la fois le rôle de *banquier* et de *caisse de compensation* pour tout son groupe, et cette forme d'activité, profitable aux filiales, est aussi pour la Société-mère une source importante de revenus.

Remarquons cependant, écrit à ce sujet M. Janin ⁽⁵⁾, « que les avances consenties par une Société « de contrôle à ses filiales sont des créances d'un caractère particulier. Elles sont, en effet, accordées le « plus souvent à des sociétés dont le développement « est en cours ou qui ont besoin d'un appui pendant

(5) Janin, *op. cit.* p. 99.

« une période difficile de leur existence. Ces filiales
« seraient donc très embarrassées et parfois mises en
« fâcheuse posture si elles se trouvaient dans l'obli-
« gation de les rembourser (6).

« La Société-mère est ainsi tenue de laisser ces som-
« mes à la disposition de ses filiales (pendant tout le
« temps qu'elles jugent nécessaire), sous peine de
« manquer au rôle de *soutien financier* qu'elle s'est
« fixé. A son propre point de vue, elle doit donc con-
« sidérer que de telles avances sont des immobilisa-
« tions, au même titre que les participations qu'elle
« possède dans ses filiales. Une Société de contrôle
« bien gérée n'avancera donc des fonds à ses filia-
« les qu'au moyen de ressources dont elle est assu-
« rée de conserver la libre disposition pendant une
« certaine période ».

*
**

Quand elle est assurée de l'appui *financier* d'une holding puissante et bien dirigée, une entreprise peut avoir une politique à plus longue vue, mieux entretenir et renouveler davantage son outillage, que si elle n'avait à compter que sur ses propres moyens. De plus, en raison des concours *techniques* qu'elle

(6) Nous ajoutons ici, « *d'un seul coup* ». C'est ce qui s'est passé dernièrement pour la « Société Cotonnière de Saïgon », au capital de 20 millions de francs, une des nombreuses filiales de la « Société Financière Française et Coloniale » (groupe Octave Homberg). Au cours de l'Assemblée générale extraordinaire du 3 novembre 1931 qui a dû prononcer la dissolution anticipée de la Cotonnière de Saïgon, la Financière Française et Coloniale s'est vu accuser d'avoir *étranglé* sa filiale en exigeant d'elle le remboursement immédiat des 900.000 francs qu'elle lui devait. (Voir « la Vie Financière », du 6 novembre 1931).

trouve auprès de la holding, le coût de son équipement et ses frais d'exploitation sont sensiblement réduits.

En effet, il incombe à la holding de jouer à la fois, en faveur des entreprises groupées sous son égide, le rôle d'ingénieur-conseil et d'avocat-conseil, celui d'un comptoir d'achat et de réception pour les matériaux et les approvisionnements, celui de vérificateur des comptes et de conseiller financier et fiscal, celui, enfin, d'un office de propagande pour la vente des produits finis et d'un bureau de statistiques, de documentation, d'études et de recherches. Or, le volume de ses affaires lui permet, non seulement de s'attacher, pour son service exclusif, les techniciens les plus experts et de former chez elle des auxiliaires compétents, mais encore de demander à ses filiales, pour le prêt du concours de ce personnel éprouvé, une rémunération bien inférieure à celle qu'exigerait une entreprise isolée pour une collaboration d'ailleurs moins efficace.

« Telle grande holding américaine — du télégraphe et du téléphone (7) — consacre 15 millions de dollars par an à ses laboratoires, qui occupent 4.000

(7) Il s'agit de la « American Telephone and Telegraph Company », à New-York, déjà citée, qui est, dans son genre, la plus importante entreprise du monde. Par ses filiales formant le système Bell, l'American Telephone contrôle 75 % du réseau téléphonique des Etats-Unis. Mais son influence s'exerce également au Canada, au Mexique, à Cuba, en Amérique du Sud et jusqu'en Europe. L'American Telephone possède, notamment, 98 % du capital de la Western Electric Company qui s'occupe de la fabrication des appareils téléphoniques.

A fin décembre 1930, le capital-actions émis de la « American Telephone and Telegraph Cy » était de \$ 1.795.651.000 (soit près de 45 milliards de francs); sa dette obligataire de \$ 462.615.700; ses réserves et « surplus » se montaient à \$ 445.180.563.

« personnes. Telles autres, dans leurs services d'étu-
« des — qui s'appuient eux-mêmes sur les découper-
« tes de sociétés de construction avec lesquelles elles
« ont des relations étroites — s'attachent à recher-
« cher les moyens de perfectionner l'outillage des en-
« treprises soumises à leur contrôle, ou encore à trou-
« ver, pour le produit dont elles s'efforcent d'aug-
« menter la consommation, des applications neuves,
« que leurs services de propagande font connaître au
« public.

« D'autre part, en raison de l'importance des mar-
« chés qu'elle est appelée à passer, la grande holding
« obtient, pour ses filiales, les conditions les plus fa-
« vorables ; elle est à même d'imposer à ses fournis-
« seurs des cahiers des charges rigoureux, et son ex-
« périence et sa documentation la qualifient pour
« faire entre eux le choix le plus judicieux » (8).

Par contre, elle devra éviter — à notre sens du moins — de se laisser aller à créer des sociétés nouvelles qu'elle imposera ensuite, soit comme fournisseur, soit même comme client, à quelqu'autre des entreprises de son groupe. Nous savons bien que certaines des holdings actuelles, et parmi les plus heureuses, doivent précisément à cette méthode l'impulsion première de leur développement. Pourtant, c'est là une pratique que nous déconseillons formellement.

« De même » — écrivaient naguère à ce sujet les dirigeants de S. O. F. I. N. A. (8) — « qu'on n'admet plus
« aujourd'hui qu'une nation colonisatrice veuille ex-

(8) Extrait du rapport du Conseil d'Administration de Sofina présenté à l'Assemblée Générale du 23 avril 1931.

« exploiter ses possessions à son profit, ou que des parents voient dans leurs enfants un moyen d'enrichissement, ainsi la holding, société-mère, se gardera d'être pour ses filiales une charge au lieu d'un soutien. Les gérer mieux qu'elles ne sauraient s'ad-
« ministrer elles-mêmes, voilà sa justification ».

*
**

Mais, dira-t-on, tous ces services coûtent très cher; et qui donc en fait, finalement, les frais, sinon le public, soit comme actionnaire de la holding, soit comme client de ses filiales ?

Il est certain qu'une holding — tout comme un investment trust ou comme l'organisme directeur d'un cartel — a des frais d'administration particuliers, lesquels peuvent être assez élevés. Pour que ces charges trouvent, dans les services rendus par la holding à ses filiales, une justification économique, il faut qu'elles soient largement compensées par la diminution des dépenses de ces filiales, se traduisant par une réduction de leurs prix de revient et de leurs prix de vente, d'une part, et, d'autre part, par les *garanties* que l'intervention de la holding assure aux capitaux qui sont confiés à ses filiales. Il n'est pas douteux, en effet, qu'une holding n'a guère de raison d'être quand elle ne constitue qu'une sorte d'investment trust à *risques peu divisés*.

*
**

Les considérations qui précèdent suffisent à montrer l'étendue des services qu'une holding sérieuse et bien dirigée peut rendre à ses filiales. Groupées sous son toit protecteur ⁽⁹⁾, celles-ci grandiront comme le font les enfants sous la direction attentive de leurs parents ⁽¹⁰⁾, et ce sera, nous allons le voir, tout bénéfice pour l'économie nationale ou même internationale.

SECTION DEUXIÈME

LES SERVICES QUE LA HOLDING REND A L'INDUSTRIE NATIONALE

Un des principaux intérêts qu'offre, pour un pays donné, la présence chez lui de nombreuses et puissantes holdings réside dans le fait que ces organismes sont particulièrement bien placés pour favoriser l'industrie nationale.

Ces holdings apportent en effet de nombreux profits à la ville, à la province, à l'Etat même où leur siège est établi. C'est là que se font leurs dépenses administratives, de là que partent leurs commandes, et, naturellement, les usines les plus proches bénéficient d'une certaine préférence. Ce sont, par exemple, les fournitures que de grandes holdings mixtes américaines ont envoyées à l'étranger pour l'équipement des filiales qu'elles y avaient constituées, qui ont le

(9) Les Allemands qualifient volontiers les Holdings de *Société-toit* (« Dachgesellschaft »).

(10) « *Parent company* », disent les Américains en parlant des Holdings.

plus contribué à augmenter les exportations de matériel électrique des Etats-Unis (ces exportations sont passées, dans l'espace de 6 ans, de 110 millions de dollars en 1920 à plus de 140 en 1926).

*
**

Mais la holding doit aussi être envisagée, d'un point de vue plus élevé encore, comme un organisme capable de réaliser, dans un pays donné, *l'assainissement général de toute une industrie*. A cet égard, la constitution toute récente de la « *Société Générale de l'Industrie horlogère suisse* » est trop particulièrement significative pour que nous ne nous y arrêtions pas ⁽¹¹⁾.

L'industrie horlogère suisse occupe près de 60.000 ouvriers, dont environ 8.000 à domicile. Le personnel travaillant dans les fabriques d'horlogerie représente 12 % de l'ensemble des ouvriers de fabriques recensés dans les diverses industries du pays. Or l'horlogerie souffre actuellement d'une crise engendrée non pas seulement par le malaise économique qui se manifeste depuis plusieurs années dans le monde entier, mais aussi par des difficultés d'ordre interne ; il s'agit avant tout du manque de cohésion des différentes branches de cette industrie et de la concurrence désastreuse entre producteurs qui en est la conséquence.

La structure interne de l'industrie horlogère suisse est une affaire trop complexe pour que nous puissions

(11) Voir la « Journée Industrielle », n°s des 9 et 10 septembre 1931.

songer à l'expliquer dans tous ses détails. Il nous suffira de dire que, parmi les fabriques d'horlogerie, il en est — les manufactures — qui font la montre complètement, et d'autres — les établisseurs — qui se bornent à assembler les parties composantes qu'elles se procurent auprès de fabriques spécialisées, notamment les fabriques d'ébauches, d'assortiments, de balanciers, de spiraux, etc.

Pour mettre fin à l'avalissement des prix et des conditions de vente résultant de l'état anarchique dans lequel végétait la production horlogère, les industriels des différentes branches se groupèrent, au cours de ces huit dernières années, en trois grandes organisations : une fédération des fabricants d'horlogerie (manufactures et établisseurs), un trust des fabriques d'ébauches, et, enfin, une union de toutes les autres fabriques de parties détachées. Dès 1928, ces trois grands groupements se lièrent par un système complet de conventions, destiné avant tout à faire de l'industrie horlogère suisse une économie fermée, ne laissant, en théorie tout au moins, aucune place aux producteurs non organisés, c'est-à-dire non affiliés à l'un des groupements indiqués plus haut.

Toutefois, le faisceau des conventions, parfait en apparence, était en réalité loin d'être entièrement étanche : en fait, il présentait bien des lacunes et bien des fuites. Il faut dire aussi que l'un des buts poursuivis par les initiateurs du système conventionnel était d'endiguer l'exportation des parties détachées de montres, grâce à laquelle une industrie concurrente était en train de se créer de toutes pièces

dans divers pays, ce qui équivalait à un suicide lent, mais sûr, pour l'industrie suisse.

Les conventions conclues en 1928 étant arrivées à expiration le 31 mars 1931, il fallait les renouveler. On se rendit vite compte qu'un simple contrôle (avec sanctions), tel que celui qui avait fonctionné jusqu'alors, n'était pas suffisant, et que le seul remède efficace à la situation consistait à réunir les branches principales de la fabrication de la montre sous la forme d'une unique société de participation et de contrôle.

Le caractéristique du système qui fut alors adopté consiste en ceci que le capital-actions de cette « Superholding » — comme l'appellent les Suisses — (la « Société Générale de l'Industrie horlogère suisse ») est souscrit moitié par les banques intéressées à l'industrie horlogère et moitié par les groupements principaux de l'industrie horlogère elle-même ; la formule choisie permet donc un contrôle efficace et agissant de la production horlogère pour la sauvegarde des intérêts généraux de cette dernière, grâce au droit de regard que s'assurera la superholding dans les entreprises auxquelles elle participera financièrement.

Le capital-actions ne suffira cependant pas à la réalisation de la première étape de concentration, et c'est ici qu'interviendra très probablement l'aide financière de l'Etat, sous forme d'un prêt sans intérêts et peut-être aussi, en partie, d'une subvention à fonds perdus d'un montant égal ou même supérieur au capital-actions.

L'intervention de l'Etat, parfois considérée dans le

monde industriel avec une certaine prévention, paraît se justifier ici pleinement, car l'œuvre de centralisation industrielle projetée nécessitera une immobilisation très grande de capitaux, en raison du rachat, sous une forme ou sous une autre, de certaines entreprises ; or, ce rachat sera, dans nombre de cas, réalisé dans des conditions tellement onéreuses que les capitaux investis ne pourraient être « rentés » si l'argent nécessaire était emprunté aux conditions habituelles. L'amortissement de la dette contractée vis-à-vis de l'Etat se fera en plusieurs années par les organisations intéressées de l'industrie horlogère, qui se substitueront ainsi progressivement au prêteur primitif comme bailleurs de fonds.

— *En résumé*, la holding envisagée sera un cadre dans lequel l'industrie horlogère suisse pourra travailler d'une manière plus rationnelle qu'elle n'avait pu le faire jusqu'alors au point de vue commercial. Ce sera également un organe régulateur de premier ordre. Ce sera, enfin, pour la classe ouvrière — bien que peut-être elle ne s'en rende pas parfaitement compte — le meilleur instrument de défense parmi ceux qu'elle pouvait souhaiter pour se préserver des suites de l'*anarchie* industrielle qui sévissait auparavant.



Enfin, si l'on envisage les holdings non plus du point de vue économique le plus général, mais sous l'angle étroit de la finance, on voit encore que l'éta-

blissement de tels organismes dans un pays donné est pour lui une source d'avantages indirects.

De fait, les grandes holdings à caractère international, dont les titres sont répandus à travers le monde et qui représentent des intérêts et des actifs répartis dans un champ géographique parfois très vaste ⁽¹²⁾, sont un élément certain d'*équilibre monétaire* pour le pays où se trouve leur siège central. En effet, grâce à cette diffusion de *leurs actions, véritables titres internationaux* dont l'achat et la vente constituent un *moyen de transfert* sûr, rapide et pratique, elles contribuent à accroître la demande de la monnaie de leur pays, ce qui est important pour le maintien ou même l'élévation du taux de son change. En outre, ces actions font l'objet de nombreuses transactions boursières ou bancaires, ce qui ne peut être que favorable au centre financier où elles ont élu domicile ; la Suisse et le Grand-Duché de Luxembourg l'ont bien compris, qui, nous le verrons ⁽¹³⁾, se sont efforcés d'attirer et de retenir sur leur territoire un grand nombre de holdings.

SECTION TROISIÈME

LES SERVICES QUE LA HOLDING REND A LA SOCIÉTÉ

D'aucuns objecteront sans doute, à la lecture du titre de cette section, que la holding, bien loin de ren-

(12) Voir *supra*, p. 43, ce que nous disons de la société suédoise « Kreuger and Toll ».

(13) Voir *infra*, pp. 271 sqq., et notamment la note de la page 278 (relative au Grand Duché de Luxembourg).

dre service à la Société, c'est-à-dire à l'ensemble des consommateurs, travaille au contraire à ruiner les véritables intérêts de ces derniers, parce qu'elle entrave le jeu de la libre concurrence et que, quoiqu'on en dise, la concurrence est la meilleure sauvegarde du consommateur. Mais ce reproche — qui d'ailleurs pourrait être fait aussi bien au trust et au cartel — n'est pas fondé. Car une concurrence *dérégulée* est, en général, une source de crises dont pâttissent à la fois ceux qui consomment les produits des industries qu'elles atteignent, ceux qui alimentent ces industries en matières premières, et les travailleurs qu'elles occupent. Tandis qu'au contraire, le consommateur, l'employé et l'ouvrier, bénéficient le plus souvent d'une organisation méthodique de la production et de la vente. Ces considérations trouvent d'ailleurs leur confirmation dans les faits : qu'il s'agisse d'acier ou de pétrole, d'aluminium ou de potasse, d'ampoules électriques ou de linoléum, la consommation a augmenté fortement, jusqu'à ces dernières années, et les prix ont été sensiblement réduits, grâce à la formation d'un trust, d'un cartel, ou d'une holding.

*
**

Les considérations ci-dessus, visant les holdings en général, sont valables, en particulier, pour le groupe très important des holdings qui contrôlent des Sociétés exploitant des *services d'utilité publique* : eau, gaz, énergie électrique, tramways, téléphone, télégraphe, etc. Ces holdings sont surtout nombreuses en matière d'énergie électrique et hydro-électrique, no-

amment aux Etats-Unis ⁽¹⁴⁾ et en Belgique ⁽¹⁵⁾. On en trouve aussi plusieurs en France ⁽¹⁶⁾, car c'est encore

(14) Aux Etats-Unis, la « *public utility holding company* » joue un rôle extrêmement important dans toute l'économie de la nation. On peut s'en convaincre à la lecture des brochures, déjà citées, que MM. Halford Erickson et George T. Buckingham ont écrites à la louange de ces organismes, sous les auspices de la « *National Electric Light Association* » et de la « *Electric Association* ».

Disons aussi que, d'après l'« *Information* » (n° du 6 février 1932: « la fortune mobilière des Etats-Unis »), la valeur boursière des seules *holdings de gaz et électricité* dont les titres sont cotés au Stock Exchange de New-York a dépassé, en 1929, le chiffre colossal de 5 milliards de dollars (exactement 5.044.479.564). Comme l'ensemble des titres cotés à New-York au même moment atteignait une valeur de près de 90 milliards de dollars, on voit que les seules *holdings de gaz et électricité* représentaient alors près de 6 % de l'actif industriel et financier des Etats-Unis.

Au 1^{er} décembre 1931 — époque de la dépression boursière maxima — la valeur boursière des *holdings* de cette sorte était encore de près de 2 milliards de dollars (exactement 1.985.005.960), tandis que la valeur de l'ensemble des titres cotés au Stock Exchange était tombée à 31 milliards. Les *holdings* en question avaient vu passer de moins de 6 % à plus de 6 % leur pourcentage d'importance.

(15) En Belgique, citons, outre la Sofina déjà mentionnée :

La « *Compagnie Européenne pour Entreprises d'électricité et d'utilité publique* (Europel) », fondée en 1929, et dont le capital actuel est de 500 millions de francs (bénéfice net de l'exercice 1930-31 : 34.117.737 francs) ;

La « *Société internationale d'énergie hydro-électrique* (Sidro) », au capital de 250 millions (bénéfice net de l'exercice 1930-31 : 60.163.016 francs) ;

La « *Compagnie générale d'Entreprises électriques et industrielles* (Electrobel) », fondée en 1929, et dont le capital actuel est de 210 millions (bénéfice net de l'exercice 1931 : 36.607.620 francs) ;

La Société « *Transports, Electricité et Gaz* (Transelgaz) », au capital de 88 millions, dont les filiales exploitent divers services publics de Turquie, à Istantbul notamment (bénéfice net de l'exercice 1930-31 : 30.828.134 francs) ;

La « *Compagnie financière d'Exploitations hydro-électriques* (Hydrofina) », fondée en juillet 1928, et dont le capital est de 150 millions ;

La Société « *Union financière d'Electricité et de Transports* (Unifet) », au capital de 270 millions, dont le bénéfice net, pour 1931, a été de 12.066.098 francs ;

Etc...

(16) Citons, par exemple, les *holdings* plus ou moins « pures » qui s'appellent :

La « *Société d'éclairage et de force par l'électricité à Paris* »,

dans ce domaine que la formule « holding company » est le mieux connue et le plus appréciée chez nous.

Cependant, les holdings de services publics paraissent paraître, en raison même du caractère propre de leurs filiales qui sont généralement des *entreprises concédées*, moins intéressantes que d'autres au point de vue de l'intérêt général du pays. Il semble notamment, comme l'écrit le dernier rapport de Sofina, auquel nous avons déjà fait plusieurs emprunts, « que ces holdings-là n'aient guère l'occasion, ni, par-

au capital de 60 millions (bénéfice net de l'exercice 1930 : 9.882.239 francs) ;

L' « *Union Houillère et Electrique* », fondée en avril 1926 au capital de 6 millions, et dont le capital est actuellement de 150 millions (bénéfice net de l'exercice 1930-31 : 7.868.368 francs) ;

L' « *Union Electrique et Financière* (Unelfi) », fondée en juin 1928, au capital de 20 millions, et dont le capital est actuellement de 60 millions (bénéfice net de l'exercice 1930 : 2.312.000 francs) ; son activité ressemble beaucoup à celle d'une Société de placement spécialisée ;

L' « *Union Electrique rurale* », constituée en janvier 1922 au capital de 100.000 francs sous la dénomination « Société de contrôle de Réseaux ruraux », et dont le capital est actuellement de 88.320.000 francs (bénéfice net de l'exercice 1930 : 9.605.961 francs) ;

La « *Société financière électrique* », au capital de 154 millions, fondée en 1925 par la « Thomson-Houston », et qui était à l'origine plus particulièrement orientée vers le *financement* d'entreprises nouvelles susceptibles de fournir des commandes à la Société-mère (bénéfice net du dernier exercice : 10.245.438 francs) ;

La « *Société Centrale pour l'industrie électrique* », fondée en 1909 au capital de 5 millions, et dont le capital est actuellement de 100 millions (bénéfice net de l'exercice 1931 : 5.754.292 francs). C'est à la fois une Société de contrôle et une Société de lancement ;

L' « *Union financière pour l'industrie électrique* », au capital de 120 millions, qui est surtout une société de financement des divers secteurs électriques de la région parisienne (Nord-Lumière, Ouest-Lumière, Sud-Lumière, Est-Lumière) ; elle a distribué, pour 1930, un dividende de 6 % ;

L' « *Union Transcontinentale pour l'Electricité et l'Industrie* », (ancienne Compagnie franco-américaine pour l'électricité et l'industrie), fondée en 1928, et dont le capital actuel est de 100 millions ;

Etc...

« tant, le mérite d'ordonner la concurrence et de
« régler le prix de fourniture. Une entreprise de
« tramways n'est pas en compétition avec celle de
« l'agglomération voisine, ni une distribution électri-
« que avec quelqu'autre aux antipodes. Au surplus,
« le pouvoir concédant trace des limites au champ de
« la concession et au tarif des prestations.

« Mais, en dépit des apparences, même pour les ser-
« vices publics, ce tarif ne dépend pas uniquement
« du vouloir des autorités, car aucune société ne sau-
« rait subister en exploitant à perte, et les profits sont
« conditionnés par le prix de revient. D'autre part,
« bien souvent, le privilège accordé ne met pas le
« concessionnaire à l'abri de la concurrence : dans
« une localité ou dans une région, l'usager peut avoir
« le choix parmi divers services — tramways ou au-
« tobus, voies ferrées parallèles, centrales électri-
« ques autorisées à alimenter un même territoire.

« Or l'intérêt des usagers sera le mieux servi par le
« concessionnaire qui, en mesure de produire au coût
« le plus bas, pourra, d'une manière constante, four-
« nir au prix le moins cher. Dans les entreprises
« d'utilité générale, à l'égard desquelles les pouvoirs
« publics sont armés pour empêcher les abus, ce n'est
« assurément pas la concurrence, mais une utiliza-
« tion de l'outillage aussi complète que possible, qui
« procurera aux usagers les tarifs les plus favorables,
« à la fois modérés et suffisamment rémunérateurs
« pour permettre une amélioration continue des ser-
« vices.

« Ainsi, une agglomération rurale ne saurait obte-

« nir, d'une petite centrale locale, qu'une distribu-
« tion électrique coûteuse et irrégulière. Mais sa
« clientèle apporterait à une grande centrale urbaine
« un moyen de mieux employer la capacité de ses
« installations et de fournir ainsi à la campagne, tout
« en réduisant à la ville le prix de l'électricité, des
« services beaucoup meilleurs et moins chers que ne
« pourrait offrir la petite usine isolée.

« Des installations qui font double emploi occa-
« sionnent forcément des frais stériles qui sont une
« perte pour le capitaliste ou une charge pour l'usa-
« ger. Et, à l'expiration de la concession, elles impo-
« sent une dépense lourde et inutile au Pouvoir con-
« cédant, obligé de racheter un outillage surabondant
« et, par là même, d'exploitation coûteuse. »

*
**

Au point de vue *international*, les holdings se révè-
lent comme des organismes de *rationalisation indus-*
trielle particulièrement utiles.

« C'est qu'en effet le concours des capitaux en un
« point donné n'est gêné par aucune frontière. Les
« capitaux, quand ils sont libérés de toute entrave
« d'ordre législatif, ont, grâce à la mobilité et à la
« docilité des crédits et devises qui les représentent,
« une indépendance parfaite. L'insécurité interna-
« tionale est aussi un facteur important qui favorise
« la large répartition des capitaux » (16).

En définitive, la holding, avec sa méthode de *colo-*

(16) P. Cheminai : « Les holding-companies », p. 8.

nisation financière lui permettant, par de simples moyens financiers, de s'assurer la haute direction de toute une branche économique, sans heurts, sans difficultés, apparaît non seulement comme un organisme de concentration et de rationalisation industrielles, mais encore comme un facteur puissant de rapprochement et d'équilibre international.

*
**

Nous ne voudrions pas terminer ce chapitre écrit à la louange de la holding considérée du point de vue économique général sans signaler un écueil que les fondateurs de holdings doivent éviter soigneusement.

Il s'agit de la *surcapitalisation* — que les Américains appelaient, aux temps héroïques des trusts, le « mouillage » (watering) — c'est-à-dire de l'émission, par la holding, de titres négociables pour un montant supérieur à la valeur réelle des biens qu'ils représentent (17). C'est là, en effet, une forme d'inflation, qui est assurément un mal. Voici comment le Conseil d'administration de S. O. F. I. N. A. s'exprimait à ce sujet dans son rapport présenté à l'Assemblée générale du 23 avril 1931 :

« La surcapitalisation n'est pas seulement une cause
« d'agiotage et de troubles monétaires ; elle nuit di-
« rectement à l'entreprise supercapitalisée et à la
« clientèle de cette entreprise. Car la nécessité de
« payer les intérêts convenus aux obligataires et le
« désir de distribuer un dividende aux actionnaires,

(17) Voir ce que nous avons dit plus haut de la « Compagnie Belge pour l'Industrie » (note, p. 179).

« sont trop souvent incompatibles avec une politique
« de prudence et de développement méthodique. .

« A cet égard, la holding doit éviter deux écueils :
« la surévaluation de son portefeuille et l'exagéra-
« tion des apports dans les sociétés formées à son in-
« tervention.

« On peut arguer que le rendement d'une entre-
« prise sera meilleur du fait qu'elle est réunie avec
« d'autres sous l'administration habile d'une holding,
« ou encore que, par l'effet des risques compensés,
« un portefeuille vaut plus que la somme des élé-
« ments qui le composent. Il n'en est pas moins vrai
« qu'il est périlleux d'escompter ces avantages ; les
« titres et les participations que possède la holding
« ne peuvent être portés au bilan de celle-ci, sous
« aucun prétexte, pour un montant qui dépasse leur
« prix d'acquisition, ou leur valeur marchande si
« elle est inférieure à ce prix » (18).

« De même, si le concours que la holding assure à
« ses filiales ajoute un élément précieux à leur patri-
« moine, elle n'en doit pas moins s'abstenir de mon-
« nayer l'appui qu'elle leur apporte, en enflant leur

(18) Cette formule (évaluation d'après le cours du jour ou le prix de revient, le plus bas des deux étant retenu) n'a rien d'obligatoire ni en Belgique, ni en France. Par contre, elle est inscrite dans la loi allemande.

Pas plus que d'autres, la formule en question, si séduisante qu'elle puisse paraître, n'est à l'abri de tout reproche, comme le montre très bien M. Paul Garnier dans un récent article de l'« Information » (« Comment faire les évaluations d'inventaire ? », n° du 21 janvier 1932). C'est que la question des évaluations d'inventaire, en France surtout (du fait de la fiscalité actuelle), est particulièrement épineuse. Nous y reviendrons en étudiant le projet de loi français sur les sociétés de placement. (Voir *infra*, pp. 258 sqq.).

« capital à son profit. La holding qui comprendrait
« une rémunération pour son patronage dans l'esti-
« mation des biens qu'elle procure à la société nou-
« velle, ferait un usage abusif de la confiance que ce
« patronage inspire au public. »

CHAPITRE IV

La Société de contrôle et l'épargne individuelle

Nous constatons, à propos des Sociétés de placement, que les avantages économiques généraux de cette forme de Sociétés ne sont pas comparables à ceux qu'elle procure aux épargnants considérés individuellement. C'est une constatation analogue, quoiqu'en sens inverse, qu'il nous faut faire maintenant pour les Sociétés de contrôle : car les avantages de la holding pour l'épargne individuelle sont bien peu de chose en comparaison de l'intérêt qu'elle présente pour l'Economie nationale.

Nous serions même tentés de dire que la holding est sans aucun intérêt pour le capitaliste moyen, à plus forte raison pour le petit épargnant, car elle présente pour eux plus de dangers que d'avantages.

Sans doute, l'actionnaire d'une de ces grandes holdings dont la Sofina belge est le type a profité, jusqu'ici, de la bonne marche des affaires de la Société

et de ses magnifiques filiales. Mais les Sociétés de cette nature sont relativement rares, alors que trop nombreuses sont, au contraire, les holdings — pures ou surtout impures — qui, ayant pris sous leur patronage les affaires les plus diverses, risquent constamment d'être écrasées sous la charge de leur financement, ou qui ne servent qu'à favoriser les desseins plus ou moins ténébreux d'un financier trop audacieux jusqu'au jour de la chute de celui-ci, entraînant dans sa ruine des milliers d'épargnants (1).

L'objet de ce chapitre sera précisément d'étudier les dangers que la formule « Société de contrôle » présente pour les capitalistes, qu'ils soient actionnaires de la holding elle-même ou qu'ils soient actionnaires de ses filiales.

SECTION I

DANGERS POUR LES ACTIONNAIRES DE LA SOCIÉTÉ-MÈRE

Nous avons déjà indiqué d'un mot, dans la première partie de cet ouvrage, que les actions de « holdings » sont généralement des titres « obscurs » et que, pour cette raison, nous ne saurions les recommander aux moyens capitalistes.

Il importe de préciser ici cette question, en montrant comment se présente trop souvent le bilan d'une holding, bilan indéchiffrable pour qui n'est pas dans

(1) Voir à ce sujet l'ouvrage de M. Maurice Privat sur « la vie et la mort d'Alfred Loewenstein », et les débats devant la Commission d'Enquête Parlementaire relative à l'affaire Oustric (février 1931).

le secret des dieux, et comment il devrait, à notre sens, se présenter pour offrir le maximum de clarté et de sincérité.

Nous prendrons, pour plus de simplicité, l'exemple schématique suivant :

Soit une holding H, au capital de 4 millions, qui contrôle 3 filiales A, B, C, au capital respectif de 1 million, 500.000 fr. et 100.000 fr., dont elle possède respectivement 99 %, 98 % et 90 %.

Son bilan, au 31 décembre 1931, se présente ainsi :

<i>Actif</i>			<i>Passif</i>		
Immobilisations.	3.000.000	»	Capital	4.000.000	»
Participations . .	1.635.000	»	Réserves	300.000	»
Stocks	4.000.000	»	Créanciers	4.500.000	»
Débiteurs	500.000	»	Bénéfices	385.000	»
Disponibilités ..	50.000	»			
	9.185.000	»		9.185.000	»

Comment l'actionnaire de la holding, muni de ce simple document, peut-il comprendre quelque chose à la marche pendant l'année de la société et de ses filiales, filiales dont, peut-être, il ne connaît même pas l'existence, parce que les dirigeants de la holding ne la lui ont jamais révélée ?

Il faudrait, à notre sens, d'abord, que la holding publiât la composition détaillée de son porte-

feuille (2) ; elle indiquerait ainsi que le poste « Participations » se décompose comme suit :

Actions de A, fr.	990.000	»
Actions de B, fr.	490.000	»
Actions de C, fr.	90.000	»
Actions diverses :		
de a, fr.	40.000	»
de b, fr.	25.000	»
	65.000	»
Fr.	1.635.000	»

Il faudrait, ensuite, que son bilan indiquât *les créances et les dettes réciproques* de la holding et de ses filiales. Les postes « Débiteurs » et « Créanciers » seraient ainsi détaillés comme suit :

(2) Cette obligation existe en divers pays, par exemple en Suisse et en Angleterre, en Belgique aussi, où, d'ailleurs, elle vise *toutes* les sociétés anonymes. Elle comporte évidemment quelques inconvénients pour la Direction de la Holding, qui peut n'avoir pas convenance à fournir des indications aux groupes financiers concurrents sur la nature et l'importance de ses participations. Cependant, elle nous paraît indispensable, le droit des actionnaires de la holding à être exactement renseignés sur la consistance de leur actif l'emportant, à notre avis, sur toute autre considération.

Même observation en ce qui concerne les Omniums.

Pour ce qui est des Sociétés de placement, nous dirons plus loin, en faisant l'étude critique du projet de loi français du 14 novembre 1930, comment nous concevons la question.

Quant aux autres Sociétés anonymes, c'est-à-dire à la grande masse des Sociétés d'exploitation industrielle ou commerciale, nous estimons qu'il serait excessif et dangereux de leur imposer l'obligation de publier la composition détaillée de leur portefeuille. A quoi les contempteurs de la Société anonyme répondent que la démarcation est si difficile à faire entre certaines holdings impures, ou mixtes, et certaines sociétés anonymes industrielles, qu'en fait, le seul moyen d'atteindre sûrement toutes les holdings serait de frapper toutes les Sociétés anonymes, quelles qu'elles fussent.

Débiteurs :

Divers	300.000	
Société A	125.000	
Société C	75.000	500.000

Créanciers :

Divers	4.300.000	
Société B	200.000	
		4.500.000

Mais ce n'est pas tout. Même s'il avait en mains le bilan détaillé de la holding tel que nous venons de le décrire, l'actionnaire ne serait pas renseigné comme il a le droit de l'être, c'est-à-dire *dans une certaine mesure*, sur la marche des filiales ⁽³⁾ de sa Société. Pour qu'il le fût, il faudrait qu'il eût aussi en mains le bilan détaillé de *chacune des trois filiales* A, B, C, de la holding.

Voici, par exemple, les 3 bilans qui lui seraient présentés, non pas, naturellement, pour qu'il les approuvât ⁽⁴⁾, mais seulement *à titre d'information* :

SOCIÉTÉ A

Actif

Passif

Immobilisations	1.200.000	Capital	1.000.000
Stocks	750.000	Réserves	100.000
Débiteurs :		Créanciers :	
Divers	150.000	Divers	800.000
Société C	40.000	Holding	125.000
Disponibilités	20.000	Société B	80.000
		Bénéfice	55.000
	2.160.000		2.160.000

(3) Nous précisons bien qu'il ne s'agit ici que des Sociétés dans lesquelles la holding possède, en fait, la majorité. Il ne saurait être question, en effet, de demander aux dirigeants de la holding de communiquer les bilans de sociétés dont ils n'ont pas la maîtrise directe.

(4) L'actionnaire de la holding n'est pas, en effet, *directement* actionnaire des filiales de celle-ci.

SOCIÉTÉ B

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Immobilisations	750.000	Capital	500.000
Participations :		Créanciers divers	2.315.000
société c	10.000		
société d	15.000		
Stocks	25.000		
	1.480.000		
Débiteurs :			
Divers	60.000		
Holding	200.000		
Société A	80.000		
	340.000		
Disponibilités	10.000		
Perte	210.000		
	2.815.000		2.815.000

SOCIÉTÉ C

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Immobilisations	1	Capital	100.000
Stocks	260.000	Créanciers :	
Débiteurs divers	55.000	Divers	120.000
Disponibilités	25.000	Holding	75.000
		Société A	40.000
		Bénéfice	5.001
	340.001		340.001

*
**

En résumé, il ne nous suffirait pas que la holding, entrant partiellement dans nos vues, communiquât à ses actionnaires *le bilan général* de son groupe sous la forme suivante :

Actif

	HOLDING	FILIALES			GROUPE
		A	B	C	
Immobilisations .	3.000.000	1.200.000	750.000	1	4.950.001
Participations ...	1.635.000	—	25.000	—	1.660.000
Stocks	4.000.000	750.000	1.480.000	260.000	6 490.000
Débiteurs	500.000	190.000	340.000	55.000	1.085.000
Disponibilités ...	50.000	20.000	10.000	25.000	105.000
Perte	—	—	210.000	—	210.000
					14.500.001

Passif

Capital	4.000.000	1.000.000	500.000	100.000	5.600.000
Réserves	300.000	100.000	—	—	400.000
Créanciers	4.500.000	1.005.000	2.315.000	235.000	8.055.000
Bénéfice	385.000	55.000	—	5.001	445.001
					14.500.001

Car un tel bilan — si intéressant déjà qu'il soit pour l'actionnaire de la holding — n'est cependant pas « épuré » comme il convient, puisqu'il indique :

1° à l'actif :

a) que les « participations » du groupe se montent à 1.660.000 fr., alors que, dans ce chiffre, les participations de la holding *dans ses filiales* interviennent pour 1.570.000 fr. Ce poste « participations » doit être ramené au total des participations *diverses* de la holding (65.000 fr.) et de ses filiales (25.000 fr. pour B), soit 90.000 fr.

b) que les « débiteurs » représentent une somme de 1.085.000 fr., alors que, dans ce chiffre, les sommes que les 4 Sociétés du groupe se doivent les unes aux autres interviennent pour 520.000 fr. Ce poste « débi-

teurs » doit être ramené au total des débiteurs *divers* de la holding (300.000 fr.) et de ses filiales (150.000 fr. pour A, 60.000 fr. pour B, 55.000 fr. pour C), soit 565.000 fr.

2° au passif :

a) que le « capital » du groupe est de 5.600.000 fr. alors qu'est que de 4.040.000 fr. (soit 4.000.000 fr. pour la holding, et 10.000 fr. pour chacune des filiales A, B, C).

Il y a là une « *inflation de capital* » qui est fallacieuse.

b) que les « créanciers » représentent une somme de 8.055.000 fr., alors que, dans ce chiffre, les sommes dont les 4 Sociétés du groupe sont créancières les unes vis-à-vis des autres interviennent pour 520.000 fr. (la même somme naturellement que celle que nous avons isolée plus haut comme représentant les sommes dont les 4 Sociétés du groupe sont débitrices les unes vis-à-vis des autres). Ce poste « créanciers » doit donc être ramené à 7.535.000 fr., total des créanciers *divers* de la holding (4.300.000 fr.) et de ses filiales (800.000 fr. pour A, 2.315.000 pour B, 120.000 pour C).

Nous serions *pleinement satisfait*, au contraire, par le *bilan général* ÉPURÉ suivant de tout le groupe, que la holding présenterait, à titre d'information, à ses actionnaires *en même temps que le bilan détaillé de chacune de ses filiales* :

<i>Actif</i>			<i>Passif</i>		
Immobilisations.	4.950.001	»	Capital	4.030.000	»
Participations . .	90.000	»	Réserves	400.000	»
Stocks	6.490.000	»	Créanciers	7.535.000	»
Débiteurs	565.000	»	Bénéfices	235.001	»
Disponibilités . .	105.000	»			
	12.200.001	»		12.200.001	»

Rapproché du bilan « brut » de la seule holding que nous avons reproduit p. 203, le bilan « épuré » et complet ci-dessus permettrait en effet aux actionnaires de la holding de se rendre compte que la valeur réelle de leur titre est sensiblement moindre qu'ils ne pouvaient le supposer. Cette appréciation résulterait notamment des considérations suivantes :

1° pour un capital et des réserves dont l'ensemble forme 4.430.000 fr., le bénéfice réalisé par le groupe est de 235.001, soit seulement 5,33 %, tandis que la holding paraît avoir réalisé, avec 4.300.000 fr. de capital et réserves, un bénéfice de 385.000 fr., soit près de 9 % ;

2° si l'ensemble des postes « stocks », « débiteurs », « disponibilités », atteint, pour le groupe, 7.160.000 fr. contre seulement 4.550.000 fr. pour la holding, par contre le poste « créanciers » se monte pour le groupe à 7.535.000 fr. contre seulement 4.500.000 fr. pour la holding. La situation de trésorerie du groupe apparaît ainsi comme franchement mauvaise, tandis que

celle de la holding considérée isolément paraissait seulement gênée.

Cette observation a encore bien plus de force si — perdant de vue que les « participations » d'une holding sont des immobilisations, ou, en tout cas, qu'elles n'ont aucunement le caractère de valeurs réalisables rapidement — l'actionnaire de la holding ajoute le montant, soit 1.635.000 fr., de ce poste « participations », au total de 4.550.000 fr. dégagé plus haut, et compare le montant global de 6.185.000 fr. ainsi obtenu au poste « créanciers » (4.500.000 fr.). Le rapport de ces deux montants lui paraît, en effet — bien à tort ! — satisfaisant, alors qu'en réalité le rapport des deux totaux correspondants (7.250.000 fr. et 7 millions 535.000 fr.) dans le bilan général du groupe fait ressortir la mauvaise situation de l'ensemble de ce groupe.

*
**

Cette pratique des bilans *épurés et globaux* que nous préconisons rencontrerait évidemment — nous ne nous faisons aucune illusion sur ce point — de grandes résistances de la part des dirigeants de nombreuses holdings. Et ces résistances seraient partiellement justifiées par les difficultés *matérielles* d'une telle pratique.

Nous n'en maintenons pas moins très fermement le point de vue auquel nous nous sommes placé dans tout cet exposé. Mais nous répétons que les considérations de cette Section, valables pour les *Sociétés de*

contrôle pures, ne sauraient s'appliquer sans modifications aux holdings plus ou moins mixtes qu'on rencontre surtout aujourd'hui en pratique.

SECTION II

DANGERS POUR LES ACTIONNAIRES DES FILIALES

La Société de contrôle peut prêter le flanc à d'autres critiques, quand on l'envisage, non plus du point de vue des capitalistes qui en sont les actionnaires, mais de celui des capitalistes qui possèdent des actions de ses filiales. Ceux-ci risquent, en effet, d'être sacrifiés à la politique des dirigeants de la holding, surtout quand ceux-ci, détenant des actions à vote plural, contrôlent avec très peu de fonds un capital 50 ou 100 fois plus grand ⁽⁵⁾.

Considérons, par exemple, le cas d'une holding ayant intérêt à faire disparaître, ou, tout au moins, à amoindrir une de ses filiales au profit d'une autre ⁽⁶⁾. Désirant acquérir à très bon compte les actions de la première filiale qui appartiennent encore à des tiers et qui (bien qu'elles ne représentent, en principe, qu'une minorité) sont gênantes en fait, la holding ruine cette filiale par le jeu des lois économiques de

(5) Voir notamment, à ce sujet, le rapport présenté par M. Le-saché à la Commission de législation de la Chambre des Députés, (*Journal des Sociétés*, 1926, 601). Ce rapport cite, entre autres, l'exemple d'un spéculateur qui, par des combinaisons heureuses de filiales et de sous-filiales dont chacune avait des actions de catégorie A et B (celles-ci réservées au public, les premières à ce spéculateur), pouvait, avec un capital minime, commander un capital 100 fois plus important.

(6) Janin, *op. cit.*, p. 249.

la concurrence ; elle fait offrir au public, par une autre de ses filiales, la *même* marchandise à un prix *plus bas*, ou bien fait élever démesurément le prix par la première filiale, en maintenant les prix offerts par les autres. Quand les actions de la filiale ainsi sacrifiée sont tombées à un niveau suffisamment bas, elle les achète toutes, remonte ensuite l'entreprise, au besoin en sacrifiant momentanément une autre filiale, revend au prix fort toutes les actions dont la possession ne lui est pas strictement nécessaire, et recommence le même petit jeu. Il y a là, évidemment, une série de manœuvres trop particulièrement astucieuses pour n'être jamais blâmables, car elles permettent d'édifier d'énormes fortunes au détriment des actionnaires de la minorité, le plus souvent ignorants des combinaisons financières qui s'élaborent contre eux.

*
**

Il se peut encore que le Conseil d'administration de la Société de contrôle profite de l'absolue maîtrise qu'il possède sur les diverses sociétés, *juridiquement distinctes*, qui constituent l'édifice de la holding et de ses filiales, sous-filiales, etc., pour *dissimuler*, dans un but facile à deviner, la *valeur exacte de l'actif* de telle ou telle de ces Sociétés. Des écritures passées, par exemple, entre la Société-mère et une de ses filiales à la veille de l'établissement des bilans, permettent de faire figurer un élément du patrimoine de l'une des deux Sociétés dans l'actif de l'autre. Supposons que la situation de trésorerie de l'une d'elles laisse à dé-

sirer ; elle recevra de l'autre, par un simple jeu d'écritures, une somme qu'elle classera parmi ses disponibilités, alors que la dette qui en résultera pour elle sera rangée dans le passif à long terme, ou dans un compte « d'ordre », ou dans le compte « Divers ». De cette façon, le bilan présenté aux actionnaires fera ressortir une situation saine. Les écritures seront contre-passées par la suite (7).

Enfin, la Société de contrôle peut, abusivement, utiliser les titres de sa filiale pour les besoins de son propre crédit. « Elle se fait consentir, par exemple », écrit M. Janin (*op. cit.*, p. 168), « un prêt sur les titres « de sa filiale qu'elle détient en portefeuille. Un tel « procédé est, dans une certaine mesure, dangereux. « En effet, si la Société filiale s'est déjà fait ouvrir un « crédit calculé sur la valeur de son actif, on doit « considérer que son capital ne peut plus servir de « base régulière à une avance. Les titres représen- « tant ce capital ne devraient donc pas, en bonne mé- « thode, entrer en ligne de compte pour un nouveau « crédit. Or, le banquier qui ouvre à la société-mère « un crédit-basé sur les titres de la filiale tient compte « en grande partie du cours de ces titres, c'est-à-dire, « en dernière analyse, de l'actif *réel* qu'ils représen- « tent. La participation-contrôle rend donc possible « une certaine *inflation de crédit* (7 *bis*) dans la me-

(7) Voir, sur toute cette question des « abus auxquels peut donner lieu la participation-contrôle », Janin, *op. cit.* pp. 166 sqq.

(7 *bis*) Cette « inflation de crédit » est à rapprocher de l'*inflation de capital* que nous avons dénoncée précédemment à propos de la présentation des bilans du groupe « holding-filiales ».

« sure où elle permet à la société-mère d'emprunter
« sur des titres de sa filiale.

« On peut d'ailleurs concevoir que la société-mère
« mette à la disposition de sa filiale le crédit ainsi
« obtenu ; dans ce cas l'inflation de crédit apparaît
« avec une netteté particulière : un même actif so-
« cial sert en effet de support à deux avances, alors
« que chaque banquier a évalué cet actif pour fixer
« le chiffre maximum du concours qu'il a jugé op-
« portun de consentir à la société. »

*
**

En définitive, si des financiers peu scrupuleux sont en rapport avec les dirigeants — supposés peu scrupuleux, eux aussi, sinon bien naïfs — d'une Société de contrôle, et à plus forte raison s'ils exercent eux-mêmes une influence prépondérante sur cette Société, il est à craindre qu'ils abusent de leur puissance pour se livrer à des spéculations sur les titres détenus par la société. Les diverses manœuvres dont nous avons donné un aperçu plus haut sont en effet trop souvent utilisées, nous l'avons vu, pour faire varier la valeur en bourse des titres d'une Société contrôlée. Une prospérité factice permet d'écouler ces titres dans le public à des cours très majorés ; leurs détenteurs réalisent ainsi de gros bénéfices ; par la suite, si la révélation de la situation réelle de l'entreprise entraîne un effondrement des cours de ses titres à un prix inférieur à leur valeur vraie, les financiers intéressés les rachètent sur le marché et cherchent une seconde

fois à faire monter les cours pour réaliser de nouveaux bénéfices au détriment du public. Le plus souvent interviendra en outre la procédure d'assainissement habituelle ⁽⁸⁾, constituée par une réduction de capital suivie immédiatement d'une augmentation de capital qui laissera encore entre les mains des financiers des courtages intéressants.

Sans doute, les abus que nous venons de signaler sont le fait d'une minorité d'hommes d'affaires peu recommandables.

Il faut cependant constater — et c'est par là que nous terminerons — que, toute manœuvre déloyale et toute intention malhonnête mises à part, la « *participation-contrôle* » favorise l'influence des financiers au détriment des techniciens, industriels ou commerçants. De nombreux contrôles réalisés par le moyen de la participation de titres sont en effet inspirés par le désir de réaliser une *fusion financière* bien plus qu'une fusion effective de l'activité réelle des sociétés envisagées. D'autre part, même lorsqu'un contrôle par participation répond en premier lieu à une préoccupation d'ordre économique, il s'accompagne fréquemment de l'intervention d'un financier ; car la compétence de celui-ci en matière de titres et la puissance de placement dont il dispose font de lui un auxiliaire dont la collaboration est recherchée. A la faveur de ces opérations, le financier acquiert donc une influence certaine dans la société qui fait appel

(8) Ce que, dans l'argot boursier, on nomme « le coup d'accordéon ».

à ses services. Cette influence peut devenir dangereuse du jour où elle passe au premier plan et dans la mesure où elle subordonne à des considérations d'ordre financier le développement de l'activité industrielle qui constitue le but essentiel de l'entreprise (9).

(9) Voir Janin, *op. cit.*, p. 171.

TROISIÈME PARTIE

La législation des Sociétés de placement et Sociétés de contrôle

L'objet de cette troisième partie est triple.

Dans un premier chapitre, nous exposerons les principes généraux qui dominent la législation des Sociétés de titres et surtout la question fiscale de l'imposition des Sociétés de placement et des Sociétés de contrôle. Nous montrerons, dans cet exposé, l'insuffisance, pour ne pas dire l'inexistence, des dispositions législatives *françaises* en la matière, et cette constatation nous conduira tout naturellement à l'examen critique du récent projet de loi français sur les Sociétés de placement, qui fera l'objet de notre second chapitre.

Enfin, dans un troisième et dernier chapitre, nous donnerons un aperçu des législations étrangères qui font une place à part aux Sociétés de titres.

CHAPITRE PREMIER

Considérations générales

Les indications que nous avons données précédemment sur la structure juridique et le fonctionnement des Sociétés de contrôle et des Sociétés de placement suffisent à montrer que la législation *commerciale* de ces Sociétés ne doit pas différer sensiblement de celle des Sociétés anonymes en général. De fait, le droit français, par exemple, n'a créé jusqu'ici aucun statut spécial pour les Sociétés de titres, les dispositions générales de la loi de 1867 et des lois subséquentes sur les Sociétés anonymes ayant paru suffisantes pour limiter l'exercice de leur activité.

Par contre, ces mêmes indications laissent entrevoir les difficultés que soulève la question *fiscale* de l'imposition de ce genre de Sociétés. D'une part, en effet, comme le dit très bien M. Rosset ⁽¹⁾, il s'agit de résoudre le problème fiscal posé par la *substitution* des titres et des dividendes ; d'autre part, il y a lieu, en

(1) Rosset, *op. cit.*, pp. 34 sqq.

ce qui concerne spécialement les holdings, d'examiner les conséquences fiscales que peuvent avoir les relations entre la Société-mère et ses filiales et d'étudier la question du domicile d'imposition de la Société-mère.

SECTION I

CONSÉQUENCES FISCALES DE LA SUBSTITUTION DES TITRES ET DES DIVIDENDES

I. — *Dans l'Investment Trust.*

Un Investment Trust, nous l'avons vu, est une Société de *placement*, et il n'est que cela. Il va donc être directement atteint par toute législation fiscale où l'on admet le principe que l'imposition simultanée, pour les mêmes sommes, de la Société anonyme d'une part, et de ses actionnaires d'autre part, ne constitue pas une double imposition, mais est admissible parce qu'elle frappe différents *sujets* imposables. Car l'Investment Trust, comme tout détenteur de valeurs mobilières, n'encaisse les coupons des éléments composant son portefeuille que sous déduction des différentes taxes qui frappent les valeurs mobilières, après quoi ses actionnaires ne perçoivent eux-mêmes le dividende des actions dont ils sont propriétaires qu'après avoir payé les mêmes impositions.

Ces taxes, en France, sont nombreuses et très lourdes. M. Varangot en donne le détail dans son ouvrage déjà cité sur « les Sociétés de placement et le marché

financier français » (2). Qu'il nous suffise de montrer ici, par un exemple schématique, l'importance des seuls *impôts sur le revenu des valeurs mobilières* et l'obstacle qui en résulte pour le fonctionnement des Sociétés de placement.

Considérons une Société de placement qui possède 1 action au porteur de chacune des 100 Sociétés françaises auxquelles elle s'est intéressée. Sur ces 100 entreprises, il en est 50 qui déclarent un dividende de 100 francs, et 50 un dividende de 10 francs. Le cours moyen de leurs titres pendant l'année précédente a été de 2.000 francs pour chacune des 50 premières et de 500 francs pour chacune des 50 autres. La Société de placement envisagée encaisse donc $50 \times 100 + 50 \times 10 = 5.500$ francs brut. Mais, du fait de l'impôt sur le revenu (16 %) et de la taxe de transmission (0,25 % du cours moyen pendant l'année précédente), elle encaisse seulement, net :

pour chacune des 50 premières Sociétés, 79 fr. ;

pour chacune des 50 autres Sociétés, 7 fr. 15,

soit au total, $50 \times 79 + 50 \times 7,15 = 4.307$ fr. 50 net.

Mais ce n'est pas tout. Car ces 4.307 fr. 50, en passant de la poche de la Société de placement dans celle de ses actionnaires, vont encore être sérieusement amputés. Si le capital de la Société de placement est divisé, par exemple, en 100 actions, et que la valeur moyenne de ces actions ait été, l'année précédente, de 1.500 fr. (3), à chacune de ces actions ne sera alloué

(2) pp. 79 sqq.

(3) Dans l'exemple choisi, le cours moyen de l'action du Trust devrait être, pour correspondre exactement à la composition de son

(sans tenir compte des frais de gestion du Trust) qu'un dividende de 32 fr. 433 net.

Ainsi, à une somme brute de 55 fr. revenant au Trust, ne correspond qu'une somme nette de 32 fr. 433 encaissée par ses actionnaires. *Le fisc a dévoré 41 % du revenu brut.*

*
**

Jusqu'ici, le législateur français n'a réussi à éviter que dans certains cas trop limités, et par le moyen de mesures *fragmentaires* de circonstance, l'inconvénient de la double imposition. Chose plus regrettable encore du point de vue qui nous occupe présentement, les Sociétés de placement ne peuvent bénéficier que dans une faible mesure des dispositions ainsi adoptées. Ces mesures sont en effet les suivantes :

1° d'après l'article 27 de la loi du 31 juillet 1920,
« lorsqu'une société française par actions a reçu en
« représentation de versements ou d'apports en na-
« ture ou en numéraire par elle faits à une autre so-
« ciété par actions, des actions, des obligations ou des
« parts bénéficiaires nominatives de cette dernière
« société, les dividendes distribués par la première
« Société sont, pour chaque exercice, exonérés de la
« taxe du revenu des capitaux mobiliers établie par
« les lois des 29 juin 1872 (article premier) et 29 mars

portefeuille, la moyenne des cours de 2.000 francs et 500 francs, soit 1.250 francs. Mais il n'est pas déraisonnable d'attribuer à l'action du Trust, en raison de la sécurité qu'elle présente, un taux de capitalisation un peu plus bas que le taux moyen des titres composant son portefeuille. C'est la raison pour laquelle nous avons indiqué le cours moyen 1.500 francs bien qu'il ne fasse ressortir qu'un taux de capitalisation brut de 2,90 % environ.

« 1914 (article 31), dans la mesure des produits de
« ces parts, obligations ou actions, touchés par elle
« au cours de l'exercice, à la condition que ces parts,
« obligations ou actions soient restées inscrites au
« nom de la Société » (4) ;

2° l'article 25 de la loi du 30 mars 1929 a étendu le bénéfice des dispositions ci-dessus aux titres détenus par une Société de sociétés par actions, lorsque celles-ci sont constituées « dans les termes de la loi « française » et ont leur siège « dans un pays de protectorat » ;

3° l'article 4 de la loi du 1^{er} août 1929 a permis aux Sociétés françaises de bénéficier des dispositions susdites même lorsque les titres acquis par elles sont des titres de Sociétés étrangères ;

4° l'article 3 de la loi du 16 février 1932, modifiant encore l'article 29 de la loi du 31 juillet 1920, déjà modifié par l'article 32 de la loi du 16 avril 1930, a dispensé de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières les intérêts des prêts faits par les Sociétés par

(4) A propos de cette disposition de la loi de 1920, M. Paul Cheminai fait la judicieuse remarque suivante (*op. cit.*, p. 31) : « Si la loi de 1920, art. 27, a spécialement prévu l'exemption de la « taxe sur le revenu des valeurs mobilières au profit des sociétés « holdings, il est un impôt qui s'apparente à cette taxe, dont « l'exonération pourrait être envisagée : c'est la redevance des « mines.

« Une Société minière se voit interdire toute participation dans « la constitution d'une autre société minière, en raison de la cascade des redevances : la société contrôlée devant payer au fisc « une redevance dont le montant dépasse 28 % des sommes qu'elle « distribue, et la société holding devant, à son tour, payer une redevance du même taux sur les dividendes distribués.

« Cette charge abusive interdit toute concentration minière en France par constitution de sociétés holdings. »

actions au moyen des fonds qu'elles ont elles-mêmes empruntés.

Cette dérogation était jusqu'ici restreinte: l'exonération ne s'appliquait qu'autant que les prêts étaient faits, d'une part à des départements, communes ou établissements publics, d'autre part à des commerçants ou industriels ayant, soit la nationalité française, soit leur résidence en France. Grâce à l'article 3 de la loi précitée du 16 février 1932, l'exemption profitera désormais à *tous les prêts*, même s'ils sont consentis à des collectivités ou des particuliers étrangers, sans distinguer, du reste, suivant qu'ils feront ou non l'objet de la remise aux prêteurs d'obligations négociables. Cependant « les prêts exonérés ne pourront jamais excéder le montant des obligations et « titres émis ou souscrits et il devra en être justifié « par la Société ».

*
* *

Ainsi la double imposition est-elle évitée, mais seulement lorsque les conditions suivantes sont remplies:

1° Les deux Sociétés (à savoir, dans le cas qui nous occupe, l'Investment Trust et la Société dont il est actionnaire), doivent être constituées sous la forme de Sociétés par actions. Cette double condition est presque toujours remplie en fait (5).

(5) Jusqu'à la loi du 16 février 1932 (art. 2), les obligations des Chemins de fer de l'Etat, d'Alsace-Lorraine et de Grande Ceinture de Paris, ne bénéficiaient pas de l'exemption, les Administrations de ces trois Réseaux n'étant pas des sociétés par actions. Les Réseaux en question se trouvaient ainsi désavantagés par rapport aux autres, et leurs emprunts ne pouvaient être placés, notamment, auprès des Compagnies d'assurances qui comptent parmi leurs plus gros clients, qu'à des taux sensiblement plus onéreux. L'article 2 de la loi précitée a heureusement fait disparaître cette anomalie.

2° Les titres possédés par l'Investment Trust doivent être nominatifs ; bien plus, la loi semble exiger que ces titres aient été pris sous la forme nominative *dès leur création* et qu'ils aient conservé cette forme sans interruption ; enfin, ils doivent avoir été attribués à l'Investment Trust en représentation, soit de versements, soit d'apports en nature ou en numéraire, faits par lui à la Société dont il est actionnaire ou obligataire.

Ces exigences rigoureuses excluent notamment *tous les titres achetés en Bourse*.

3° Le dividende distribué par l'Investment Trust doit être dévolu au cours de l'exercice même pendant lequel a été perçu le dividende (ou l'intérêt) payé par la Société émettrice des actions (ou obligations) qu'il détient en portefeuille.

4° Les titres reçus ne doivent pas être « nets d'impôts » — du moins lorsqu'il s'agit d'obligations — car, dit l'Administration, il n'y a pas, dans ce cas, de superposition d'impôt possible (6).

Cependant, nous ne croyons pas que cette prétention soit très juridiquement fondée, car le « net d'impôt » n'est qu'un mot. L'Administration est d'ailleurs la première à déclarer que ce mot ne lui est nullement opposable, puisqu'*en fait elle perçoit le dit impôt* — non pas, il est vrai, sur le créancier (l'Investment Trust obligataire en l'espèce), mais sur le débiteur (la Société qui a émis les obligations dites « nettes d'impôt »). Cet impôt fait en réalité partie inté-

(6) Instruction Administration Enregistrement, n° 3.636, § 9, p. 28.

grante du loyer stipulé en rémunération de l'argent prêté, et consentir un intérêt « net » de 6 %, par exem-

ple, revient, en réalité, à accorder $\frac{100}{100 - 16} \times 6 = 7,143$
p. 100 d'intérêt effectif (7).

5° L'Administration avait également entendu exiger que la Société actionnaire détint le contrôle, ou, tout au moins, eût la majorité de la Société émettrice.

Pratiquement, le bénéfice de la loi eût été ainsi réduit aux Sociétés qui ont des « filiales », c'est-à-dire que seules les *holdings* ou Sociétés de contrôle proprement dites auraient pu s'en prévaloir, puisque par définition l'Investment Trust pur ne possède jamais la majorité dans les Sociétés dont il est actionnaire.

La Cour de Cassation (8) en a heureusement décidé autrement, en annulant cette condition supplémentaire imaginée par l'Administration. Elle a même, par l'exposé de principes plus généraux, manifesté sa volonté de réfréner les ardeurs de l'Administration, en disant notamment que « la disposition légale doit « être appliquée dans les termes mêmes qu'elle emploie à cet égard et qu'on ne peut, sous prétexte d'interprétation, en restreindre la portée par l'adjonction au texte d'exigences qu'il ne contient pas » (9).

*
**

(7) Voir Copper Royer, *op. cit.*, tome III, p. 343.

Voir également Paul Cheminai : « Les Sociétés Holding », pp. 33 *sqq.*

(8) Cassation Chambre Civile, 15 juillet 1930.

(9) Pierre Jaudel, dans l'« Information » du 14 novembre 1930 (« La double imposition du portefeuille des sociétés anonymes »).

Malgré tout, l'imperfection du système législatif français actuel est manifeste ; il serait grandement désirable, il serait nécessaire même, que le bénéfice des dispositions rappelées plus haut fût étendu à *tous* les titres détenus par les Société de placement, qu'ils aient été souscrits à l'émission ou acquis par la suite ⁽¹⁰⁾, qu'ils revêtent la forme nominative ou la forme au porteur.

D'autres pays ont compris cette nécessité.

Sans parler de la Principauté de Liechtenstein ⁽¹¹⁾, le Grand-Duché de Luxembourg et certains cantons suisses qui s'efforcent de faire le premier de sa capitale, les autres de leur chef-lieu respectif, de grands marchés financiers, ont pris des mesures très favorables, fiscalement parlant, aux Sociétés de participation, donc, notamment, aux Sociétés de placement ⁽¹²⁾. Il en est de même, quoiqu'à des degrés divers, de la Hollande (depuis 1918), de l'Angleterre (depuis 1920), des Etats-Unis (depuis 1924) et de l'Allemagne (depuis les décrets-lois du 5 juin 1931).

Aussi le Gouvernement français a-t-il pris récemment, nous l'avons vu, l'initiative d'un projet de loi sur les Sociétés de placement ⁽¹³⁾ qui, dans son article 2, supprime à leur égard la double imposition en matière d'impôt cédulaire sur le revenu. Cependant,

(10) L'article 7 de la loi du 16 février 1932 est venu apporter sur ce point une amélioration intéressante, dans le cas de fusion de deux sociétés ou d'absorption d'une société par une autre (voir *infra*, p. 235, note 16).

(11) Voir *infra*, pp. 279 sqq.

(12) Voir *infra*, pp. 271 sqq.

(13) Voir *supra*, p. 16, et l'annexe, à la fin du volume, reproduisant « in extenso » le texte de ce projet de loi.

cet article est encore loin d'être parfait, comme l'explique très bien M. Gaël Fain. « Dans cet article, en effet, » — écrit M. Fain ⁽¹⁴⁾ — « il n'est pas fait mention de la taxe de transmission. De plus, quel sera le sort fiscal des plus-values réalisées par les sociétés de placement et des sommes placées par elles en réserve ? Il serait logique qu'elles fussent exonérées, car la Société de placement se substitue, en quelque sorte, aux capitalistes individuels, qui n'acquittent jamais l'impôt sur leurs bénéfices de réalisation en Bourse.

« Enfin et surtout, par une inconséquence étrange. les auteurs du projet ont voulu réserver aux actions émises par les Sociétés de placement l'exemption de la double imposition, sans qu'elle soit étendue aux obligations. L'exposé des motifs prétend justifier par des considérations juridiques cette anomalie. Nous ne chercherons pas ici à discuter en droit avec les éminents fonctionnaires de l'Enregistrement. Il nous suffira de constater que cette restriction aboutira en fait à prohiber les émissions d'obligations autorisées par le paragraphe 3 de l'article 1^{er} du même projet de loi.

« En effet, si les Sociétés de placement émettent des obligations, elles achèteront, en contre-partie, des valeurs à revenu fixe, sur les intérêts desquelles sera prélevé l'impôt de 16 ou de 18 %. Si un deuxième impôt de 16 % est prélevé à nouveau sur les mêmes intérêts, au moment du service des intérêts

(14) Gaël Fain : « Les Sociétés de placement », Paris, 1931, p. 32.

« aux obligataires, la Société de placement éprou-
« vera presque nécessairement une perte, à moins
« qu'elle n'ait acquis des obligations à très gros in-
« térêts et, partant, aléatoires, et émis des obligations
« à très faible intérêt.

« Tous les raisonnements juridiques du monde ne
« sauraient prévaloir contre cette constatation de
« l'humble bon sens. Il aurait été plus logique de pro-
« hiber purement et simplement les émissions d'obli-
« gations — au risque de dénaturer complètement le
« caractère des Sociétés de placement.

« Aussi espérons-nous vivement que le législateur
« corrigera cette erreur évidente du projet de loi ⁽¹⁵⁾.»

Cette exonération fiscale, que nous jugeons indis-
pensable, serait largement compensée, d'ailleurs, par
les diverses taxes que, sous des formes variées (im-
pôts sur les traitements et salaires, impôts de Bourse),
les Sociétés de placement acquitteraient du jour où
le fisc aurait renoncé aux exagérations par lesquelles
il empêche la naissance de la poule aux œufs d'or.

II. — DANS LA HOLDING

La plupart des considérations que nous venons de
développer sur la double imposition en matière de
Sociétés de placement pourraient être reproduites
ici. Comme la Société de placement, en effet, et même
à plus forte raison qu'elle (puisque'elle est plus impor-

(15) Il l'a corrigée — non pas, il est vrai, à propos des sociétés
de placement mêmes, mais par le moyen d'une disposition générale
applicable à toutes les Sociétés par actions — par la loi du 16
février 1932 (art. 3) — Voir *supra*, p. 225.

tante au point de vue économique général), la Société de contrôle doit, à notre avis, bénéficier d'un régime fiscal de faveur.

Cependant, une triple observation doit être faite ici.

Première observation

Si le Gouvernement français a bien aperçu, en matière de Sociétés de placement, les inconvénients de l'insuffisance de notre législation actuelle et a cherché à y remédier par le dépôt du projet de loi dont nous avons parlé, rien encore dans le même sens n'a été fait en faveur des Sociétés de contrôle.

On doit en voir l'explication, croyons-nous, dans le fait que le dépôt du projet de loi ci-dessus répond surtout à l'idée de *protection de l'épargne* qui s'impose de plus en plus fortement à beaucoup d'esprits depuis de récents scandales financiers. Or, pour ces mêmes esprits, favoriser les Sociétés de contrôle, c'est nuire, au contraire, à l'épargne.

Deuxième observation

La question de l'imposition des holdings serait relativement simple s'il ne s'agissait que de holdings pures, c'est-à-dire de Sociétés de contrôle proprement dites, sans exploitation industrielle propre. Or, en fait, très nombreuses sont, nous l'avons vu, les holdings « impures » ou « mixtes », qui encaissent des bénéfices provenant de deux sources bien différentes : leur portefeuille de contrôle, d'une part, et, d'autre part, leur exploitation industrielle propre.

Il est évident que c'est seulement à l'égard des bénéfices de la première source qu'un régime fiscal de faveur doit être instauré. Que si l'exploitation propre de la holding mixte prend progressivement de l'importance, il peut arriver un moment où cette exploitation devient prépondérante, l'activité de contrôle de l'affaire passant de ce fait au second plan. Dès lors, on pourrait soutenir qu'il n'y a plus de discrimination à établir entre les deux sources de revenus de la Société, celle-ci devant être considérée, fiscalement parlant, comme une entreprise ordinaire : « *accessorium sequitur principale* ». Pour éviter les inconvénients qui en résulteraient dans la plupart des législations — la législation française actuelle, notamment, comme nous allons le voir sous la troisième observation — l'ex-Société de contrôle aura souvent intérêt, en pareil cas, à se subdiviser en deux sociétés distinctes, l'une d'administration financière, l'autre d'exploitation industrielle directe. Les actions de cette Société d'exploitation pure peuvent alors être conservées en bloc par la nouvelle holding pure ainsi constituée, ou être remises directement aux actionnaires de celle-ci.

Troisième observation

C'est à propos des Sociétés de contrôle que peuvent être le mieux mis en lumière certains des défauts de notre législation fiscale actuelle que nous avons énumérés rapidement en parlant de la situation des Sociétés de placement au regard de la loi du 31 juillet 1920 (art. 27) :

1° la condition que « les deux sociétés doivent être

des Sociétés par actions » exclut du bénéfice de la loi certaines Sociétés de contrôle qui sont constituées sous la forme de Sociétés de personnes, certaines autres aussi qui possèdent des filiales revêtant la même forme ou encore celle de Sociétés à responsabilité limitée ; reconnaissons cependant que ces holdings-là sont l'exception ;

2° beaucoup plus gênante est l'exigence de la loi relative à la *nominativité, dès l'origine*, des titres détenus par la holding, lesquels doivent représenter des versements ou des apports en nature ou en numéraire.

Voici comment s'exprime à cet égard M. Cheminais (*op. cit.*, pp. 30 et 31) : « L'attribution des titres par la
« Société contrôlée à la Société holding doit résulter
« d'un contrat directement intervenu entre la holding
« et la filiale. La holding doit donc tenir ses actions
« d'une souscription directe à l'émission de la filiale,
« ses obligations d'une souscription directe à l'em-
« prunt, ses parts de fondateurs des statuts eux-mê-
« mes ou de l'assemblée générale qui en a décidé
« l'attribution.

« Il en résulte que toutes les modifications dans la
« répartition, entre différentes Sociétés holdings, des
« titres d'une Société filiale, modifications consécuti-
« ves soit à des achats sur le marché, soit à des échan-
« ges ou à des cessions particulières, provoqueront
« la perte du droit à exemption pour ceux des titres
« qui seront ainsi indirectement acquis par une des
« Sociétés holdings...

« Il est indispensable, de la part des Sociétés hol-

« dings, de garder en leur nom, les titres qui leur
« sont attribués dès l'origine et de les immobiliser
« dans leur portefeuille, si elles désirent garder le
« droit d'exonération. Le jeu des dispositions excep-
« tionnelles de la loi est même si étroit qu'il n'est pas
« permis à une holding de conserver son droit d'exo-
« nération si elle ne conserve pas, ou si elle modifie,
« sa nature juridique par fusion ⁽¹⁶⁾ ou par trans-
« formation en société nouvelle. »

Cette exigence de la loi ne se justifie guère, à notre avis. Il peut en résulter, en tout cas, une gêne sérieuse, non seulement pour les Sociétés de titres pures, mais encore pour les Sociétés industrielles qui possèdent de nombreuses et importantes participations. Souvent, en effet, ces participations ont été acquises par le moyen d'achats en Bourse d'actions des entreprises visées. Dès lors, la Société participante aura parfois intérêt à créer de toutes pièces une Société de titres spéciale à laquelle elle fera apport de tout ou partie de son portefeuille, contre remise d'actions *nominatives* de la nouvelle filiale ainsi constituée ⁽¹⁷⁾.

(16) La loi du 16 février 1932 (art. 7) est venue fort heureusement, depuis, reconnaître expressément qu'en cas de fusion (ou d'absorption), le bénéfice accordé par la loi de 1920 à la société ancienne (ou absorbée) est désormais reporté sur la société nouvelle (ou absorbante).

(17) Le bénéfice de l'opération est encore accru quand la Société de titres en question peut être constituée sous l'empire d'une législation plus favorable aux Sociétés de portefeuille, au point de vue fiscal, que la législation française.

Voir, par exemple, la « Société financière métallurgique et électrique » constituée spécialement *en Suisse*, en 1931, par la Société « Tréfileries et Laminoirs du Havre », à l'effet de reprendre les principales participations que cette dernière Société possédait à l'étranger et, notamment, en Italie (d'après la « Vie Financière » du 28 décembre 1931, qui publie « in extenso » le compte rendu de l'Assemblée générale du 23 même mois des actionnaires des Tréfileries du Havre).

C'est une solution analogue, quoiqu'en sens inverse, à celle que nous avons signalée sous la deuxième observation : ici, la Société de titres, la holding, est contrôlée par la Société d'exploitation qui en possède, par elle-même ou par personnes interposées, tous les titres ; là, c'était la holding qui avait figure de Société de contrôle, la Société d'exploitation n'étant qu'une de ses filiales.

SECTION II

CONSÉQUENCES FISCALES DE LA STRUCTURE JURIDIQUE SPÉCIALE DES HOLDINGS

I. — *Au point de vue des rapports de droit entre la holding et ses filiales*

La holding, ayant le contrôle de ses filiales, c'est-à-dire la possibilité de leur imposer sa volonté, peut nouer avec elles toutes sortes de liens de droit dont il ne lui est pas interdit de tirer profit au point de vue fiscal. Mais les dispositions qu'elle trouve le moyen de prendre à cet égard sont si ingénieuses et si diverses que, bien souvent, le législateur croit qu'elles permettent à la holding de se passer de tout privilège fiscal ; c'est ce que nous pouvons constater en France, par exemple. Et cependant, ne serait-il pas plus logique d'établir en faveur des holdings le privilège que nous avons réclamé pour elles, sauf à rechercher et à interdire les mesures qu'elles pourraient être tentées de prendre pour frauder et frustrer le fisc ?

« Il faut distinguer, en effet, entre les avantages li-
« cites dont peut profiter la Société de participations
« à raison de sa forme spéciale et ceux qui parfois
« sont d'un caractère discutable. Ainsi, dans les Etats
« où existe un impôt progressif, la Société de con-
« trôle est supérieure au trust proprement dit, puis-
« qu'elle peut elle-même avoir son siège dans un pays
« lui accordant un privilège fiscal et ne créer dans
« ces états que des Sociétés contrôlées ayant des ca-
« pitaux sociaux et des revenus distincts soumis à
« un taux d'imposition inférieur à celui qui serait
« applicable à un seul capital de grande envergure
« et à un montant total de revenus. Cette répartition
« des sièges sociaux n'a rien d'illégal et ne donne
« lieu à aucune critique » (18).

Par contre, certaines autres dispositions tendant à une diminution des charges fiscales de la holding, prêtent le flanc à la critique.

Voici, par exemple, une holding dont les filiales exploitantes ont été constituées sciemment avec un capital-actions relativement peu élevé, notoirement trop faible pour qu'elles puissent faire face à toute l'étendue de leur activité. Ces filiales vont dès lors être obligées de contracter des emprunts pour se procurer les moyens financiers qui leur sont nécessaires, et nous avons vu que leur holding est toute désignée pour leur consentir ces emprunts.

Mais si la holding, agissant en la circonstance en marâtre et non en bonne mère, fait porter aux avan-

(18) Rosset, *op. cit.*, p. 40.

ces qu'elle consent ainsi à sa filiale, un *taux d'intérêt très élevé*, il se produit ceci : c'est que les bénéfices de la filiale sont absorbés en totalité par le service des intérêts dus à la holding, laquelle recueille ainsi, intacts, tous les bénéfices de sa filiale, au détriment, naturellement, des autres actionnaires de la filiale, au détriment, aussi, du fisc (19). La holding peu scrupuleuse profite d'autant plus des bénéfices qui lui sont ainsi transmis sans être soumis à l'impôt qu'en raison même de sa mobilité, elle peut placer son siège social dans un Etat dont les lois fiscales sont favorables aux Sociétés de portefeuille.

Voici encore une holding qui s'oppose à la distribution des dividendes de ses filiales en les obligeant à doter leurs réserves de sommes très élevées, réserves où elle puisera ensuite des disponibilités à un taux avantageux.

Voici, enfin, une holding qui traite avec sa filiale un contrat de vente, où la holding, acheteur, se fait livrer par sa filiale, vendeur, à *leur prix de revient*, les produits de l'exploitation de celle-ci ; la filiale est donc ainsi mise dans l'impossibilité de faire des bénéfices. Mais la holding, elle, revend ces mêmes produits *avec bénéfice* (en utilisant, par exemple, l'intermédiaire d'un bureau de vente). Et cette vente, pourquoi ne serait-elle pas faite, *au prix fort*, à une autre de ses filiales, laquelle sera ainsi mise, à son

(19) M. Rambert (cité par Rosset, *op. cit.*, p. 41) signale que certaines filiales masquent ainsi leurs bénéfices en empruntant à la société-mère, au taux de 15 %, des sommes qui lui sont immédiatement rétrocédées au taux de 3 %.

tour, dans l'impossibilité de faire des bénéfices, etc. ?

« Ces opérations peuvent se faire facilement et sont
« particulièrement intéressantes, lorsqu'une holding-
« company réalise une intégration complète, soit ver-
« ticale, soit horizontale, et suit, par l'intermédiaire
« de ses Sociétés contrôlées, tous les stades de la fa-
« brication d'un même objet ou de produits analo-
« gues et dérivés. La Société de participations est
« alors un intermédiaire faisant disparaître tous les
« bénéfices des Sociétés avec lesquelles elle
« traite » (20).

II. — *Au point de vue des domiciles (domicile fiscal et domicile civil) de la holding et de ses filiales*

« Le domicile *civil* des personnes physiques », écrit
très bien M. Rosset (21), « est la conséquence juridique
« d'un état de fait objectif et ne dépend pas unique-
« ment d'un facteur subjectif qui, s'il est nécessaire,
« n'est pas à lui seul suffisant pour le déterminer.
« On conçoit donc que leur domicile *fiscal* coïncide
« avec leur domicile civil et s'y identifie. Mais il n'en
« est pas de même pour les personnes juridiques dont
« le siège est déterminé par les statuts et ne résulte
« que d'un acte formel. Leur domicile civil peut ne
« pas correspondre au centre réel de leur activité so-
« ciale. Une théorie fiscale, aujourd'hui abandonnée,
« admettait en principe l'obligation de la personne
« morale de payer l'impôt au lieu où se trouve son
« siège *pro forma*, tout en fixant à zéro, il est vrai, la

(20) Rosset, *op. cit.*, p. 43.

(21) *Op. cit.*, p. 45.

« cote d'impôt à payer, aucune activité ne s'exerçant
« à cet endroit. D'après le droit fiscal actuel ⁽²²⁾, le
« lieu du domicile d'impôts dépend de circonstances
« économiques et personnelles. Un rapport est donc
« nécessaire entre le domicile fiscal et l'activité d'ex-
« ploitation et d'administration de la Société. Toute
« souveraineté fiscale est ainsi refusée à l'endroit où
« il a été établi un siège statutaire sans relation avec
« l'état de chose réel, c'est-à-dire d'une importance
« purement extrinsèque. Il peut donc y avoir disso-
« ciation absolue entre le siège social des personnes
« morales, lieu déterminé par les statuts et où elles
« sont inscrites au registre du commerce, et leur do-
« micile fiscal, qui dépend de circonstances de fait. »

Quand il s'agit d'une holding pure, dont l'activité est exclusivement administrative et financière, la question du domicile fiscal est épineuse. Si la holding a un bureau permanent, c'est évidemment à l'endroit où il se trouve qu'elle devrait être imposée, puisqu'il est le siège effectif de l'activité sociale, et non pas à celui du domicile statutaire, peut-être fictif. Mais dans bien des cas, les holdings — en Suisse notamment — ne possèdent nulle part de locaux en propre et confient à des tiers les travaux d'administration (correspondance et tenue de livres comptables) nécessaires à la réalisation de l'objet social. Ces fonctions peuvent même être remplies par une des Sociétés contrôlées par la holding. C'est alors le lieu où s'exerce, en vertu du mandat qu'il a reçu, l'activité de ce tiers

(22) Il s'agit du droit suisse.

qui doit être le domicile fiscal de la holding. Mais souvent, comme le fait remarquer M. Rosset ⁽²³⁾, cette activité est elle-même « extrêmement réduite et il est « parfois difficile de déterminer l'endroit où elle a « lieu ; d'autre part il est possible de la diviser et de « la répartir dans diverses localités ; une partie, éventuellement nulle en fait, peut en être confiée à une « personne domiciliée au siège social, à laquelle sont « donnés les pouvoirs nécessaires pour représenter « la Société, sans qu'elle en fasse jamais usage. Les « hommes de lois de certains pays où les Sociétés de « contrôle jouissent de privilèges fiscaux spéciaux, « sont souvent administrateurs de Sociétés à la gestion desquelles ils ne participent pas effectivement. « Il est ainsi relativement facile pour une holding-company de faire coïncider son domicile civil et « son domicile fiscal ; c'est ce qui explique en partie « la grande faveur dont jouissent ces Sociétés qui « fréquemment ont leur raison d'être essentielle dans « *la mobilité de leur domicile d'imposition* qui peut « être établi dans un lieu favorable. Les décisions du « Conseil d'administration, dont les actes de gestion « représentent en fait pour une holding-company la « véritable activité sociale, peuvent être prises n'importe où, pourvu que leur réalisation, et les travaux qu'elles nécessitent, ne soient pas sans relation aucune avec le siège social. Mais on conçoit « combien la complexité des affaires et de l'exécution de ces décisions rend généralement cette relation théorique. »

(23) *Op. cit.*, p. 46.

CHAPITRE II

Etude critique du projet de loi français sur les Sociétés de placement ⁽¹⁾

L'article premier définit d'abord, dans son premier alinéa, la dénomination qui sera *exclusivement réservée* aux Sociétés acceptant de se soumettre aux prescriptions de la loi. Elles pourront, *seules*, faire usage, dans l'énoncé de leur raison sociale, ou à la suite de leur raison sociale, du terme « placement » et de la mention « loi du..... ». Ainsi évitera-t-on que des Holdings ou Omniûms non soumis à la loi puissent tromper le public sur leur nature véritable.

« Tel est », dit M. Fain ⁽²⁾, « si l'on estime avec nous
« que la suppression de la double imposition des
« portefeuilles-titres, devra être logiquement accor-
« dée tôt ou tard à *toutes* les Sociétés, le seul « pri-

(1) On trouvera le texte complet de ce projet de loi, déposé par le Gouvernement sur le Bureau de la Chambre des Députés à la date du 14 novembre 1930, à la fin du volume, en annexe.

(2) « Les Sociétés de placement », Brochure de 35 pp. publiée par l'« Information », Paris, 1930 (p. 24).

« vilège » permanent dont jouiront les Sociétés de placement ».

Les dites Sociétés devront « avoir pour unique objet la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières » qui « ne pourra pas comprendre de parts de Sociétés à responsabilité limitée » (§ 1, al. 1). Cette exclusion se justifie aisément ; car l'achat ou la souscription de parts de Sociétés à responsabilité limitée — dont la cession ne peut généralement se réaliser qu'avec l'agrément des co-associés, et qui ne sont jamais négociables en Bourse — constitue en quelque sorte « une opération de commandite qui sort du domaine propre aux Sociétés de placement » (G. Fain).

Par dérogation à la règle précédente, les Sociétés de placement sont autorisées « à acquérir des immeubles de rapport à concurrence de 5 % au maximum de leur capital, de leur réserves et de leurs emprunts obligataires » (§ 1, al. 2).

Cette dérogation se comprend d'elle-même, l'élément immobilier étant un facteur de sécurité indéniable. Cependant, une Société de placement n'est pas une Société foncière. Or, dans le cas d'une Société de placement disposant de 300 millions (chiffre qui peut paraître exagéré, mais qui cependant est faible par rapport aux ressources des grands Investment Trusts étrangers), son actif pourrait comprendre, d'après le projet français, pour 15 millions de francs d'immeubles. N'y aurait-il pas là une atteinte au principe fondamental de la division des risques ?

L'alinéa 3 du paragraphe premier de l'article premier, qui interdit aux Sociétés de placement « *toutes autres opérations financières*, industrielles ou commerciales », donne une liste *non limitative* des opérations ainsi rigoureusement prohibées, notamment :

1° « La constitution de Sociétés dont elles (les Sociétés de placement) deviendraient fondatrices ».

Cette interdiction des opérations du lancement et de financement est très justifiée à notre avis.

2° *A fortiori*, « la création ou l'exploitation d'entreprises privées ou commerciales ».

3° « L'émission d'obligations pour le compte de collectivités publiques ou privées en recevant une prime ou une commission ».

4° « L'achat de Sociétés en liquidation ou en faillite en vue de les liquider à leur bénéfice ».

En ce qui concerne la *participation à des syndicats*, — constitués soit pour l'*introduction* sur le marché de valeurs mobilières, soit pour l'*achat et la revente* avec bénéfice de pareilles valeurs (comme le font les Sociétés de spéculation dont nous avons parlé), soit pour « la garantie du placement ou de la vente dans le public d'actions, obligations, parts de fondateur ou autres titres de collectivités publiques ou privées » —, le dernier alinéa du paragraphe premier de l'article premier interdit formellement aux Sociétés de placement de se livrer à de telles opérations. Il imite en cela le législateur californien, qui prescrit, nous le verrons plus loin ⁽³⁾, que « les Investment

(3) Voir *infra*, p. 284.

« Trusts ne devront pas participer à des syndicats « boursiers » (et qui va même jusqu'à leur interdire « de faire des opérations à terme », interdiction que, fort heureusement, le projet de loi français ne reproduit pas).

Nous craignons que cette disposition ne soit un peu trop rigide, notamment en ce qui concerne les syndicats d'introduction et les syndicats de garantie. Car, d'une part, elle aboutirait, pratiquement, à supprimer pour les Sociétés de placement françaises la possibilité — dont les Investment Trusts britanniques usent largement — d'acquérir au prix du syndicat (généralement inférieur au cours d'introduction) les valeurs sur le point d'être cotées qu'elles se proposent de mettre en portefeuille ; et, d'autre part, les Sociétés de placement ne doivent pas être désavantagées, si l'on veut qu'elles vivent et prospèrent, vis-à-vis des capitalistes privés, qui, eux, participent couramment aux Syndicats de cette nature.

M. Gaël Fain (4) — à qui nous ferons de fréquents emprunts dans cette partie de notre travail — trouve un semblant de justification à l'interdiction formulée par le projet de loi dans le fait « que les syndicats « d'introduction *bloquent* généralement leurs titres « pendant un délai parfois très long ». Malgré cette juste observation, nous croyons qu'il serait préférable de permettre aux Sociétés de placement de participer à des Syndicats d'émission et à des Syndicats de garantie, sauf à limiter la proportion de leur capital qui pourrait être affectée aux opérations de garantie,

(4) « Les Sociétés de placement », pp. 23 sqq.

de manière à éviter qu'elles courent des risques excessifs du fait de ces participations. On devrait, par exemple, limiter à 5 % du capital de la Société le montant de la garantie qui peut être affectée à une seule opération ; il faudrait en outre limiter à 10 ou 15 % du capital le montant *total* des sommes qu'elle peut garantir simultanément.

En résumé, s'il va de soi que les opérations industrielles ou commerciales doivent être rigoureusement interdites aux Sociétés de placement, il y aurait lieu, nous semble-t-il, de délimiter, d'une façon plus précise et plus étroite que ne le fait le projet de loi, le champ des « opérations financières » prohibées.

« Supposons par exemple », écrit M. Christian Lazard (5), « qu'une Société de placement se trouve
« avoir une importante fraction de son capital disponible en argent liquide, et qu'au même moment
« cet argent puisse être prêté au jour le jour sur le
« marché monétaire à des taux très élevés, 8 à 10 %
« par exemple, comme il a été possible de le faire fréquemment aux Etats-Unis dans le courant de 1929 ;
« serait-il logique d'empêcher une Société de placement de faire profiter ses actionnaires de ces taux
« très avantageux sous prétexte qu'il s'agirait d'une
« opération financière » ? Inversement, si une Société de placement est sur le point de réaliser une
« augmentation de capital et qu'il se présente des
« occasions d'achats de titres vraiment intéressantes
« avant que les fonds de l'augmentation de capital

(5) « La législation des Sociétés de placement », Brochure de 16 pages éditée par Sirey, Paris, 1930. pp. 7 sqq.

« aient été versés, devrait-on considérer comme une « opération financière » le fait d'emprunter provisoirement des capitaux sur le marché monétaire « pour commencer les achats de titres en temps opportun ⁽⁶⁾ ? » Nous ne le pensons pas. Au surplus, cette faculté d'emprunter à court terme pourrait être limitée, comme cela existe dans certains Investment Trusts anglais, à 10 %, par exemple, du capital et des réserves de la Société.

*
**

En ce qui concerne les *opérations à terme* à la Bourse des valeurs, nous avons vu qu'elles ne sont pas interdites aux Sociétés de placement. On ne saurait en être surpris, car ces opérations rentrent incontestablement dans le cadre de la gestion normale d'un portefeuille, soit que le capitaliste veuille bénéficier des avantages d'un marché plus large, soit qu'il veuille, en prévision d'une hausse escomptée, investir sans tarder des fonds dont il ne disposera qu'après quelques semaines, soit qu'il désire réaliser sans plus attendre des titres momentanément bloqués pour une raison quelconque.

Cependant, si de telles opérations font partie de la routine normale d'une gestion rationnelle, il y aurait des inconvénients évidents, en raison de leur caractère, à ce que les Sociétés de placement pussent se

(6) L'exposé des motifs du projet de loi précise que les Sociétés de placement pourront effectuer librement toutes opérations d'emploi temporaire de leurs disponibilités en attendant un investissement définitif. Mais il est muet en ce qui concerne les emprunts à court terme.

livrer sur une grande échelle à des opérations spéculatives de ventes ou d'achats *à découvert*. Nous croyons donc que la loi devrait disposer, par exemple, que les Sociétés de placement ne pourront pas vendre des titres qu'elles ne *possèderaient* pas au moment de la vente, ni faire reporter des achats de titres à terme pour un montant *dépassant* 5 % de leur capital et de leurs réserves.

*
**

Le paragraphe 2 de l'article premier prévoit que les Sociétés de placement « devront publier dans les « trois mois de la clôture de l'exercice, au « Bulletin « des Annonces légales obligatoires », et insérer dans « le rapport annuel de la Société la composition intégrale des valeurs de l'actif à la date de clôture de l'exercice, avec indication du prix d'acquisition et, « en outre, pour les valeurs de portefeuille, du cours « du jour de l'inventaire (7). La publication au « Bulletin des Annonces légales obligatoires » devra « comprendre également le bilan annuel et le compte « de profits et pertes ». Cette publication périodique de la composition détaillée du portefeuille et du bilan est évidemment désirable en soi, et nous avons eu l'occasion de le dire déjà à propos des holdings. Elle est d'ailleurs généralement préconisée par les Revues financières anglaises et américaines, bien que les dirigeants des grands Investment Trusts soient d'opinions assez divergentes à ce sujet. En outre, elle

(7) En ce qui concerne les valeurs *non cotées*, le cours du jour de l'inventaire coïncidera généralement avec le prix de revient.

est destinée, selon nous, à exercer une utile influence éducative en plaçant sous les yeux du public des modèles de division rationnelle des risques financiers.

Toutefois, cette publication soulève certaines difficultés, et c'est la raison pour laquelle son obligation n'existe pas en Angleterre et ne figure, aux Etats-Unis, que dans la législation de quelques Etats.

D'une part, en effet, en publiant la composition intégrale de son portefeuille, un Trust permet aux Sociétés similaires d'effectuer leurs placements sans avoir à supporter les frais coûteux de services d'études, de renseignements et de documentation que lui-même a eu à engager. On pourrait, il est vrai, tempérer cette obligation de la publication du portefeuille en autorisant les Sociétés de placement à ne pas déclarer une part de ce portefeuille, 10 % par exemple ; ces titres pourraient être groupés sous la rubrique « valeurs diverses » et cette façon de procéder permettrait aux Sociétés intéressées de garder le secret sur certains de leurs placements.

D'autre part, la comparaison de la liste des titres détenus en 1931, par exemple, avec les listes antérieures, permet au public de connaître jusqu'à un certain point l'opinion de la Société de placement sur certaines valeurs, d'après les accroissements et les diminutions du nombre de titres figurant dans son portefeuille. Or, un pareil renseignement — très utile aux capitalistes qui en ont connaissance — peut, par contre, être préjudiciable, non seulement aux opérations de la Société de placement elle-même, mais encore et surtout à la réputation d'autres Sociétés aux-

quelles la divulgation d'une réduction importante du nombre de leurs titres détenus par la Société de placement cause un tort d'autant plus certain que la Société en question est plus grande et plus connue (8).

*
**

En définitive, la meilleure solution nous paraît être d'exiger la publication de la composition *nominative*, mais non *numérique*, du portefeuille. Le projet de loi limitant, comme nous le verrons, à 5 % de son capital le montant que la Société de placement peut investir dans une seule affaire, l'actionnaire est par là même garanti contre le risque d'une participation excessive dans une valeur quelconque, et dès lors la révélation de la composition numérique du portefeuille n'apparaît pas indispensable, étant donné surtout que le *délai* nécessaire à cette publication lui enlève déjà une partie de son intérêt pour les actionnaires.

*
**

Le paragraphe 3 de l'article premier prévoit :

1° Que les Sociétés de placement « ne pourront recevoir » *d'apports en nature* ». On a voulu ainsi pré-

(8) Sur toute cette question de la publicité du portefeuille des Sociétés de placement, lire l'article que la « Vie Financière » du 25 avril 1931 a publié en première page sous le titre : « Les Investment Trusts ».

Nous y lisons notamment ceci : « On peut supposer que l'opinion des Investment Trusts anglais est opposée à une telle publication, si l'on en juge par le fait que, sur 200 Trusts dont les caractéristiques sont publiées dans l'*Investment Trust Manual*, un tiers seulement fournissent la liste de leur portefeuille en même temps que leur rapport annuel. La majorité silencieuse comprend des entreprises associées à certains des plus anciens groupes et des mieux administrés. »

munir les fondateurs contre la tentation de s'attribuer des avantages disproportionnés, en se faisant remettre des actions en échange d'apports en nature majorés.

2° Que le capital initial des Sociétés de placement ne devra pas *être inférieur à « 100 millions de francs entièrement versés »*.

Il existe une double raison d'imposer aux Sociétés de placement l'obligation de réunir un capital substantiel avant de commencer à fonctionner. D'une part, il y aurait, si l'on se place au point de vue « protection de l'épargne », des inconvénients évidents à ce que ces Sociétés pussent se constituer avec un capital insignifiant ou même relativement faible. Au contraire, le fait que les fondateurs auront pu réunir dès l'origine, avant introduction ou mise en vente des titres, un capital important, offrira aux acquéreurs présumptifs une garantie dont on ne saurait sous-estimer la valeur, car il va de soi que des capitalistes ou financiers opulents ne confieront pas à la légère, au premier groupement venu, le maniement de ce capital.

D'autre part, le projet, comme nous le verrons, prévoit que les frais de gestion ne pourront dépasser 1 % du capital et des réserves. Par conséquent, si le capital initial était trop faible, la Société risquerait de fonctionner dans des conditions défectueuses, ses ressources ne lui permettant pas de s'assurer le concours d'administrateurs ou de directeurs de valeur, d'organiser un service d'études financières adéquat, etc., etc.

Nous approuvons donc entièrement le principe du *capital minimum*. Mais nous croyons que les auteurs du projet ont eu la main trop lourde en le fixant à 100 millions de francs entièrement versés, au risque d'entraver des initiatives extrêmement sérieuses et fécondes (notamment de la part de grandes banques régionales ayant toute la confiance de leur clientèle).

C'est d'ailleurs ce qu'avait compris la Commission de Protection de l'Epargne de la Chambre des Députés qui, dans son avant-projet, avait fixé à 20 millions seulement le minimum imposé. Ce dernier chiffre peut même paraître encore un peu élevé. S'il importe, en effet, d'éviter la constitution d'une poussière de Sociétés de placement, il faudrait néanmoins favoriser la *formation* de Sociétés sérieuses, mais dont les fondateurs désirent procéder avec prudence devant les obstacles de toute nature que doivent surmonter les Sociétés de placement à leur origine.

L'obligation de « verser entièrement » le capital de la Société de placement aura pour objet d'éviter que les acquéreurs éventuels d'actions soient induits en erreur sur l'étendue de leurs engagements, confusion qui pourrait se produire si des titres non entièrement libérés pouvaient être négociés.

3° Que les Sociétés de placement ne pourront créer ni « actions privilégiées ni parts de fondateur ».

En ce qui concerne les *parts* DE FONDATEUR proprement dites, il convient, selon nous, d'approuver cette disposition, inspirée de la tradition des *Investment trusts britanniques*, et qui a pour objet de prévenir les abus auxquels ont donné lieu, en Angleterre, avant

le krach Baring, et aux Etats-Unis, les créations de *parts bénéficiaires réservées aux fondateurs* (appelées parfois « junior securities »). A cet égard, en effet, le cas des Sociétés de placement est entièrement différent de celui des Sociétés de financement. Les fondateurs de ces dernières exposent leurs capitaux dans des opérations fréquemment très aléatoires : on peut donc estimer que les parts de fondateur sont la compensation du risque qu'ils encourent. Or, un tel risque n'existe pas dans le cas des Sociétés de placement, dont les capitaux sont destinés, par définition, à être investis en valeurs éprouvées de premier ordre. La rémunération de parts de fondateur créées par de telles Sociétés équivaldrait donc à un tribut léonin prélevé, sans motif valable, sur le revenu des actionnaires.

Quant aux *parts* BÉNÉFICIAIRES qui peuvent être créées au cours de l'existence de la Société pour être attribuées à ses actionnaires (et non pas exclusivement aux fondateurs de l'affaire), elles échappent au reproche signalé plus haut. Et nous croyons qu'un bon argument en faveur de la possibilité, pour les Sociétés de placement françaises, de créer de telles parts consiste précisément dans le fait que des titres analogues (les « deferred stocks ») se rencontrent dans les meilleurs Investment Trusts anglo-saxons.

Nous ne sommes pas d'accord non plus avec les rédacteurs du projet de loi sur la question des *actions privilégiées* (qu'il ne faut pas confondre avec les actions à *droit de vote privilégié*, dites actions à vote plural, dont l'émission d'ailleurs a été dernièrement

interdite en France, nous l'avons vu, pour *toutes* les Sociétés). L'expérience a montré, en effet, que l'action de priorité à intérêt fixe et cumulatif pouvait présenter de grands avantages pour attirer les souscripteurs, rien n'empêchant d'ailleurs de stipuler, comme on le fait aux Etats-Unis, que ces actions de priorité seront convertibles en actions ordinaires à une époque et à un cours déterminés.

4° Que les Sociétés de placement « pourront émettre des *obligations* à concurrence de 25 % de leur capital et de leurs réserves ».

Cette disposition représente une amélioration considérable par rapport à l'avant-projet de la Commission de l'Epargne qui interdisait purement et simplement toute émission d'obligations. Nous croyons même, avec M. Gaël Fain et M. Christian Lazard, que les auteurs du projet de loi ont eu la main un peu légère à cet égard : il n'y aurait, selon nous, que des avantages à ce que les Sociétés de placement françaises, à l'image des Investment Trusts anglo-saxons, fussent autorisées à émettre des obligations jusqu'à concurrence de 50 % de leur capital, tant qu'il n'y a pas de réserves et, ensuite, de 100 % de leur capital et leurs réserves. Cependant, pour plus de sûreté, on pourrait exiger que le revenu des diverses obligations mises en portefeuille par la Société soit toujours au moins égal à la somme globale nécessaire pour assurer le service des obligations émises par elle.

Le paragraphe 4 de l'article premier prévoit que
« aussi longtemps que les réserves n'auront pas at-
« teint le montant du capital social, pourront seuls
« être distribués, après déduction des frais de ges-
« tion, les intérêts, dividendes, arrérages et autres
« produits des titres constituant le portefeuille de la
« Société ».

Cette formule se rapproche beaucoup de la pratique constante des Investment Trusts écossais, qui, nous l'avons vu, ne distribuent que les bénéfices provenant de *revenus* encaissés, à l'exclusion de tous bénéfices sur titres, mais qui, par contre, continuent à distribuer ces revenus de leur portefeuille même quand de lourdes pertes en capital (comme ils en ont subi pendant la guerre et en 1930-1931) ont diminué leur actif. Elle s'oppose au contraire nettement à la méthode américaine, qui consiste à déclarer et distribuer, non seulement les *revenus* encaissés, mais encore et surtout les bénéfices provenant de gains *réalisés* sur titres, voire, dans certains cas, de gains d'*estimation* (9).

Les deux méthodes sont défendables et critiquables. La méthode écossaise, à laquelle vont nos préférences, est plus prudente, mais il faut bien reconnaître qu'elle n'a pas toujours conduit les Investment Trusts britanniques à la gestion la plus intelligente

(9) Voir notamment, sur cette question, un article du « New-York Times » (n° du 22 novembre 1931) intitulé « British Trusts seen as unsuitable here ». En ce qui concerne les bénéfices d'estimation, il est certain que la méthode de certains Investment Trusts américains, et non des moindres, qui évaluent leur portefeuille à des « cours d'estimation fondés sur la valeur intrinsèque des titres, exagérément dépréciés », peut entraîner loin...

de leur portefeuille. Ainsi, il serait d'une bonne gestion de vendre une obligation ayant été l'objet d'une hausse injustifiée pour la remplacer par un autre titre de même qualité, plus avantageux, au risque de sacrifier un coupon semestriel ; d'une manière générale, il faut savoir, dans certains cas, sacrifier des considérations brutales de rendement immédiat à de légitimes perspectives d'avenir ; l'exemple classique est celui de Sociétés d'électricité à développement continu. Au contraire, la méthode américaine pourrait conduire les Sociétés de placement à des spéculations dangereuses. En outre, elle cesse d'être utilement applicable en période de régression générale des cours, et c'est là une des raisons pour lesquelles la crise actuelle a si fâcheusement réagi sur la situation financière d'un grand nombre d'Investment Trusts américains.

*
**

Quoi qu'il en soit, l'intervention législative est extrêmement délicate en cette matière, et les avis des spécialistes sont, une fois de plus, divergents.

D'une part, M. Gaël Fain, M. Christian Lazard et M. Varangot sont tout à fait partisans de l'interdiction prévue par le projet de loi. M. Fain va même jusqu'à regretter que les rédacteurs du projet n'aient pas été plus sévères, car, même dans l'hypothèse où les réserves auraient atteint le montant du capital social, « la faculté de distribuer les plus-values pourrait altérer profondément les méthodes de gestion des Sociétés de placement ». « Mieux vaudrait »,

ajoute-t-il ⁽¹⁰⁾, « n'autoriser la répartition des réserves que par voie de distribution d'actions gratuites ».

Mais alors, en bonne équité, ces réserves, ainsi constituées avec l'obligation de ne pas les distribuer, devraient être exemptées — sinon totalement, puisque l'Administration est farouchement opposée à l'exemption totale en faveur de n'importe quelle sorte de Société anonyme, du moins partiellement, comme nous l'exposons plus loin (voir *infra*, p. 266) — de l'impôt cédulaire sur les bénéfices commerciaux et industriels.

En outre, il eût été nécessaire que le projet autorisât les Sociétés de placement à distribuer à leurs actionnaires le revenu régulier de leur portefeuille *sans tenir compte du cours des titres à l'époque de l'inventaire*, c'est-à-dire même au cas d'une *dépréciation* du portefeuille par rapport au prix de revient ⁽¹¹⁾. Cette

(10) *Op. cit.*, p. 29.

(11) Rien n'oblige d'ailleurs le Conseil d'Administration d'une Société de placement à faire apparaître au bilan cette dépréciation du portefeuille, qui représente, non pas une perte réalisée, mais une perte virtuelle; rien, disons-nous, sinon les règles d'une saine comptabilité et d'une sage gestion.

Voici, à cet égard, quelques extraits particulièrement suggestifs de la discussion qui a suivi la lecture du rapport du Conseil d'Administration de l'*Union Trust* à l'Assemblée Générale ordinaire du 18 décembre 1930 (d'après la « Vie Financière » du 24 décembre 1930) :

L'Administrateur-Délégué de la Société, M. Stockhammer :
« Quant à faire figurer la *dépréciation du portefeuille* dans notre
« bilan, la question est fort complexe... Si nous avions prélevé
« par exemple cinq millions sur les réserves pour amortir cette
« dépréciation, et si, comme nous sommes en droit de l'espérer,
« une plus juste estimation des choses amène dans un avenir plus
« ou moins rapproché notre portefeuille à remonter, à ce moment-
« là nous risquerions de voir le fisc nous demander de considérer
« cette hausse comme une plus-value de notre portefeuille et par

mesure est en effet la contre-partie normale de l'interdiction faite à la Société de distribuer ses *profits en capital*.

D'autre part, il est de bons esprits pour soutenir que, du moment que les Sociétés de placement seraient contraintes de constituer des réserves raisonnables (on pourrait par exemple les soumettre à une réserve légale de 10 ou 15 %), on devrait les autoriser à distribuer et les produits du portefeuille et les bénéfices en capital effectivement *encaissés* (à l'exclusion naturellement des bénéfices d'estimation). Aussi serait-il sage de ne les obliger à limiter leurs distri-

« conséquent un bénéfice, alors que ce ne serait pas un bénéfice
« puisque nous l'aurions préalablement amorti. Il y avait là un
« danger à éviter. Et comme nous n'avions aucun intérêt majeur à
« faire ainsi, puisqu'il suffit d'exprimer la vérité à nos action-
« naires, et que nous la leur exprimons aujourd'hui en indiquant
« que le chiffre figurant au bilan ne correspond pas à la valeur
« boursière du jour, mais bien au prix de revient, comme nous
« vous indiquons d'autre part quel est l'écart approximatif
« (5.300.000 francs) entre ces deux données, vous vous trouvez
« entièrement renseignés, tout comme si l'amortissement était
« fait, et nous évitons l'inconvénient que je vous signalais tout
« à l'heure.

Un actionnaire. — « Réflexion faite, si, par la dépréciation
« du portefeuille, vous évitiez de faire apparaître un bénéfice,
« vous n'auriez pas à payer l'impôt sur celui-ci.

M. Stockhammer. — « Nous sommes tenus en quelque sorte par
« une entente avec l'Administration. Les Sociétés du genre de la
« nôtre sont obligées, dès leur point de départ, de choisir entre
« deux modes d'estimation de leur portefeuille, soit suivant le
« cours du jour, soit suivant le prix de revient. Et nous n'avons
« pas la faculté de changer à notre gré en cours de route. Nous ne
« pouvons donc faire disparaître le bénéfice en minorant le poste
« portefeuille; ce ne serait pas conforme à la règle que nous avons
« adoptée au début...

Le Président de la Société, M. Siaume. — « Si nous étions dans
« la situation d'un Investment Trust anglais, nous aurions pu
« distribuer un dividende normalement et très régulièrement, par-
« ce que ces Sociétés ne tiennent compte que du revenu et que peu
« importe pour elles que le portefeuille soit ou non déprécié. Nous
« espérons d'ailleurs que la prochaine loi sur les Sociétés de
« placement règlera cette question... »

butions aux produits réguliers de leur portefeuille que jusqu'au moment seulement où leurs réserves atteindraient, par exemple, le tiers du capital.

*
**

Le paragraphe 5 de l'article premier constitue l'un des pivots essentiels du projet, car, d'une part, il impose aux Sociétés de placement l'obligation de pratiquer un minimum de division des risques financiers, et d'autre part, les règles qu'il pose auront pour effet d'empêcher que les Sociétés de placement dégénèrent en *holdings* ou *Sociétés de financement* camouflées.

D'abord, les Sociétés de placement « ne devront pas » employer en titres d'une même collectivité plus de « 5 % des sommes placées et disponibles pour le placement » : la répartition des risques portera donc au minimum sur vingt valeurs différentes.

Une telle disposition, cependant, n'aurait pu empêcher à elle seule les Sociétés de placement de se transformer en instruments de financement ou de contrôle du moment qu'elles auraient voulu appliquer leur activité à de jeunes sociétés qui sont généralement à capital modéré, ou à des Sociétés anciennes mais à faible capital. C'est ainsi qu'une Société de placement au capital de 100 millions aurait pu, théoriquement ⁽¹²⁾, prendre le contrôle de 199 Sociétés au capital de 1 million, de 99 Sociétés au capital de

(12) Nous disons bien « théoriquement », car, en fait (nous l'avons vu à propos des *holdings*), une participation bien inférieure à 51 % suffit pour conférer le contrôle.

2 millions, de 19 Sociétés au capital de 10 millions, etc., etc.

Aussi le projet de loi institue-t-il le « double-verrou » suivant : « Les dites Sociétés ne pourront posséder plus de 5 % des titres évalués à leur valeur nominale émis par une collectivité » (c'est-à-dire par un Etat, une municipalité, une Société), « ni plus de 5 % du nombre des titres sans valeur nominale émis par la même collectivité » (c'est-à-dire actions de jouissance, parts de fondateur, *shares of no par value*), « ni disposer de plus de un vingtième des droits de vote dans une Société ».

*
**

Nous approuvons pleinement dans son ensemble cette disposition fondamentale. Il nous semble toutefois que la proportion maxima de 5 % fixée pour la participation de la Société de placement dans une autre Société peut être trop faible, dans certains cas, et nous la verrions volontiers portée à 10 %.

En effet, une des fonctions des Sociétés de placement est de prendre, après étude, des actions de bonnes Sociétés de moyenne importance ne jouissant pas d'un large marché et pouvant être plus avantageusement acquises de ce fait. Or, admettons, comme précédemment, que les ressources d'une Société de placement soient de 300 millions de francs; la Société, tout en répartissant ses risques, doit éviter d'avoir une poussière de titres; pour que sa surveillance soit efficace, elle doit limiter à 100 ou 150, par exemple, le nombre de paquets de titres qu'elle détient; son pa-

quel moyen sera par conséquent de l'ordre de 2 à 3 millions de francs par valeur, tout montant inférieur devant être évité par souci de bonne gestion. La limitation envisagée reviendrait donc à interdire à la Société de placement de posséder les actions d'une Société dont la capitalisation boursière serait inférieure à une cinquantaine de millions de francs (de 40 à 60 dans l'exemple envisagé), ce qui éliminerait d'emblée un certain nombre de placements parmi les plus avantageux de la cote.

*
**

Le dernier alinéa du paragraphe 5 de l'article premier stipule que « sous réserve de l'exercice des droits
« de toute nature attachés aux titres que les Sociétés
« de placement possèdent régulièrement, lesdites Sociétés ne pourront acquérir des titres de Sociétés
« qui n'auraient pas établi au moins trois bilans annuels ».

Cette interdiction, qui procède d'intentions louables étant donné les aléas que comportent les entreprises au berceau, ne nous paraît cependant pas heureuse. Elle aboutirait en effet à prohiber l'achat par une Société de placement de titres de Sociétés comme la *Banque des Règlements Internationaux* (qui n'a encore pas établi 3 bilans), ou de certaines Sociétés anonymes nouvellement constituées pour reprendre le fonds de commerce d'une affaire privée ancienne et prospère. Par contre, il serait fort long de dresser la liste des mauvais placements dont cette interdic-

tion laisserait subsister la possibilité pour les Sociétés de placement.

On pourrait remédier partiellement à ces inconvénients en limitant à 10 ou 15 % du capital de la Société de placement la proportion qui pourrait être investie en valeurs de Sociétés créées *de toutes pièces* depuis moins de trois années.



Les Sociétés de placement ne pourront (article premier, paragraphe 6) « attribuer à forfait la gestion de leur portefeuille ». Cette mesure, inspirée de l'expérience américaine, et dictée par les mauvais résultats qu'ont donnés les Sociétés de gestion pour les Mutuelles d'assurances, était indispensable pour empêcher que les dispositions essentielles du paragraphe 5 fussent tournées au moyen de l'artifice des *affermages de gestion*. Supposons, en effet, qu'une Société unique se charge de gérer le portefeuille de cinq Sociétés de placement, au capital de 100 millions chacune. Elle pourrait, tout en respectant la lettre des dispositions du paragraphe 5, disposer de 20 masses de manœuvre de 25 millions chacune, avec lesquelles il lui serait possible de se livrer à des opérations de contrôle ou de financement. Le paragraphe 6 coupe court à ce procédé trop ingénieux. De plus, il évite qu'une banque puisse mettre la main sur l'actif mobilier d'une Société de placement pour en user dans un but qui pourrait ne pas être toujours l'intérêt des actionnaires de celle-ci.

Reconnaissons cependant que si les fondateurs

d'une Société de placement se trouvaient être à même de passer un contrat de gestion avec un Etablissement présentant de très sérieuses garanties de moralité (par exemple un de nos grands Etablissements de Crédit) et possédant un service d'études fortement organisé, moyennant un prix qui ne dépasse pas les limites fixées par le même article du projet pour les frais généraux, il pourrait être avantageux d'autoriser cette combinaison, à la *condition* toutefois que la *gestion restât soumise au contrôle des fondateurs de la Société de placement*. Dans cet ordre d'idées, il serait peut-être possible d'admettre, avec M. Pujo ⁽¹³⁾, que toute modification au portefeuille de la Société de placement devrait, avant d'être exécutée par l'Etablissement de crédit gérant, être soumise à l'agrément du Conseil d'administration de la Société de placement. L'Etablissement de crédit proposerait un plan à exécuter dans un certain laps de temps, et le Conseil de la Société donnerait son approbation ou demanderait une modification des prévisions.

*
**

Nous venons de parler des limites fixées par le projet aux *frais généraux* des Sociétés de placement.

L'expérience américaine prouve surabondamment l'utilité d'une telle disposition. Les auteurs du projet se sont d'ailleurs montrés généreux, puisque les *frais de gestion* (y compris les jetons de présence) pourront s'élever à 1 % du capital et des réserves, alors

(13) *Op. cit.*, p. 386.

que la proportion courante, en Angleterre, est, comme nous l'avons vu, de 0,40 à 0,50 %. De plus, les administrateurs pourront s'allouer des *tantièmes* qui ne devront pas dépasser 5 % des bénéfices mis en distribution. A la réflexion, nous ne sommes pas certains que cette dernière disposition soit très judicieuse, car elle risque, le cas échéant, de ralentir la formation, si importante, des réserves. Peut-être vaudrait-il mieux autoriser les administrateurs, au contraire, à s'allouer 1/4 ou 1/8 % des sommes placées en réserve au cours de l'exercice. (Les administrateurs des Investment trusts britanniques ne reçoivent pas de tantièmes, mais seulement des appointements fixes).

*
**

L'article deuxième du projet de loi donne le droit de vivre aux Sociétés de placement en *supprimant* à leur égard la *double imposition* en matière d'impôt sur le revenu des valeurs mobilières. Nous l'avons déjà commenté ⁽¹⁴⁾ et nous n'y reviendrons pas.

Nous regrettons cependant de constater qu'au point de vue fiscal, le projet borne là ses faveurs, comme si la double imposition en question ne devait pas fatalement être supprimée un jour ou l'autre pour *toutes* les Sociétés à portefeuille. Nous eussions aimé :

1° que les *frais de constitution* des Sociétés de placement fussent sensiblement allégés, notamment par une réduction de moitié du taux de l'impôt applicable aux Sociétés anonymes en général ;

(14) Voir *supra*, pp. 230 sqq.

2° qu'en matière d'impôt cédulaire sur les bénéfices industriels et commerciaux, il fût stipulé que les Sociétés de placement ont le droit de déduire *intégralement* de leurs bénéfices imposables à cette cédule le montant des revenus taxables encaissés par elles, sans être contraintes d'imputer à ces revenus, suivant la doctrine actuelle de l'Administration, la quote-part des frais généraux et charges y afférents ;

3° que la *taxe sur le chiffre d'affaires* (qui, il est vrai, ne frappe en fait presque aucune des opérations auxquelles se livrent les Sociétés de placement, du fait que ces transactions sont en majeure partie soumises à l'impôt sur les opérations de Bourse) fût, dans un but de simplification, purement et simplement supprimée en faveur de ces Sociétés.

Les dégrèvements ci-dessus peuvent paraître importants à première vue ; ils laissent cependant subsister pour le fisc un avantage évident à ce que les titres actuellement détenus directement par des particuliers le soient désormais par l'intermédiaire de Sociétés nouvelles, même modérément taxées.

En outre, les capitaux investis dans les Sociétés de placement donnent lieu, sous une direction compétente, à des opérations plus actives que les mêmes capitaux entre les mains de particuliers ; tout en contribuant ainsi à un réveil d'activité du marché de Paris, la constitution de Sociétés de placement en France augmenterait les ressources fiscales par le simple accroissement des rentrées de l'impôt sur les opérations de Bourse.

Enfin, il ne faut pas perdre de vue que les dégrève-

ments proposés laisseraient les Sociétés françaises de placement dans une situation encore fort désavantageuse comparée à celle des Sociétés de tous les autres principaux pays, comme le montrera notre chapitre suivant (pp. 271 sqq.).

*
**

Nous ne nous attarderons pas non plus sur l'article *troisième*, ni sur les paragraphes 7 et 8 de l'article premier, destinés à protéger les actionnaires des Sociétés de placement contre les Conseils d'administration de ces Sociétés. Nous croyons, en effet, ces dispositions inefficaces. Aisément tournées par une Direction malhonnête, elles constitueraient une entrave sérieuse pour un Conseil consciencieux et pourraient, dans certains cas, causer une gêne suffisante pour conduire les fondateurs au choix d'une législation plus hospitalière (législation canadienne, luxembourgeoise, etc.). Signalons cependant que, du moment que les Sociétés de placement sont appelées à servir les intérêts de la France en ce qui concerne les placements à l'étranger, il est prescrit (art. 1^{er}, 7^o) que les deux tiers des Administrateurs, le Président du Conseil d'administration, l'Administrateur délégué et le ou les Directeurs devront être français.

*
**

En résumé, de l'examen du projet de loi sur les Sociétés de placement, nous avons dégagé dans ses grandes lignes l'objet que se sont proposé ses auteurs : doter les futures Sociétés françaises de placement

d'un statut suffisamment souple pour ne pas gêner leur fonctionnement, mais comportant certaines dispositions restrictives, inspirées par l'expérience de la « crise Baring » et par l'expérience plus récente des « investment trusts » américains.

Réserve faite des observations que nous avons présentées à propos de certaines dispositions de ce projet, nous l'approuvons dans son ensemble.

Cependant, différentes critiques ont été formulées contre le principe même du projet de loi.

A vrai dire, ces critiques semblent généralement reposer sur une conception inexacte du problème à résoudre.

« Il ne s'agit aucunement, pour le législateur, d'autoriser ou de prohiber le fonctionnement en France des Sociétés de placement. Il n'existe, en effet, aucune raison valable pour enfreindre, à l'égard de ce type de Sociétés, le principe général de la liberté des transactions et des contrats. Au reste, avant même qu'aucun projet de loi ait été soumis au Parlement, plusieurs Sociétés, fondées sur le principe de la répartition des risques de placement, se sont constituées dans notre pays ⁽¹⁵⁾.

« Il s'agit simplement (abstraction faite de l'avantage provisoire que représenterait la suppression de la double imposition) de réserver le titre « Société de placement » à des Sociétés acceptant de se soumettre à certaines règles de gestion qui semblent devoir assurer de sérieuses garanties à leurs

(15) Nous avons énuméré ces sociétés dans le chapitre troisième de la première partie de notre travail (voir *supra*, pp. 27 et 28).

« actionnaires et à leurs obligataires : un point, c'est
« tout.

« On nous objectera peut-être qu'il est précisément
« dangereux de s'écarter de la voie de la liberté abso-
« lue, en matière de Sociétés. Mais, en ce cas, l'ob-
« jection vaut également pour le statut des Sociétés
« d'assurances, pour celui des Sociétés de capitalisa-
« tion, et, plus généralement, pour toute la législation
« des Sociétés, de 1867 à 1931 » (16).

(16) Gaël Fain : « Les Sociétés de placement », p. 34.

CHAPITRE III

Etude sommaire de quelques législations étrangères

Nous avons déjà eu l'occasion de signaler en passant certaines dispositions législatives isolées (d'ordre fiscal, notamment) édictées à l'étranger en faveur des Sociétés de titres, Sociétés de placement et Sociétés de contrôle entr'autres. Mais nous voudrions, dans ce chapitre, essayer de donner une idée d'ensemble des principales législations étrangères qui font une place à part à ces Sociétés : législations des Cantons suisses, du Luxembourg, de la Principauté de Liechtenstein et des Etats-Unis (17).

*
**

EN SUISSE, le développement des Sociétés de participations a été, après la guerre, extrêmement ra-

(17) Nous manquons de renseignements précis sur la *loi japonaise* du 21 avril 1922 régissant les sociétés qui ont pour objet de faire fructifier, en les plaçant en valeurs industrielles, les capitaux de leurs actionnaires.

pide. Alors qu'en 1921 il n'y avait en Suisse que 158 Investment Trusts, Holdings et autres Sociétés de portefeuille, on en comptait, à la fin de 1929, 985 ; au cours de la seule année 1929, leur nombre a augmenté de 215. Le capital-actions (valeur nominale) de ces Sociétés était, à la même date, de 2.547.654.000 francs suisses, soit 32,3 % du total du capital-actions des Sociétés suisses. Dans ces chiffres, les entreprises *mixtes* ne sont pas comptées ; ils portent en effet uniquement sur les Sociétés *purement* financières ⁽¹⁸⁾.

C'est qu'en effet, nous l'avons vu, la législation fiscale suisse est extrêmement favorable aux Sociétés de participations.

Sans parler de l'impôt *fédéral* dit « nouvel impôt de guerre extraordinaire » (qui a été institué en 1919, mais qui doit être supprimé à partir de 1932), ni des droits de timbre, qui sont également perçus par la Confédération helvétique, chaque canton suisse ⁽¹⁹⁾ a ses lois propres. Il faut donc rechercher les dispositions relatives aux Sociétés de participation suisses dans les divers textes (lois, arrêtés des autorités législatives ou exécutives, arrêté des tribunaux et décisions des autorités administratives) de chacun des 25 cantons ou demi-cantons de la Confédération.

L'étude de ces textes déborderait le cadre de notre

(18) « La Vie Economique », mai 1930, p. 170, citée par Rosset (*op. cit.*, p. 66).

Il convient de noter, cependant, que le mouvement signalé au texte a plutôt marqué un temps d'arrêt ces toutes dernières années.

(19) Il y en a 22. Trois d'entre eux, même, sont subdivisés en deux demi-cantons chacun, disposant du droit de légiférer dans les limites de la compétence laissée aux cantons. Il y a donc, au total, 25 lois fiscales cantonales différentes.

travail. Nous signalerons seulement, avec M. Rosset ⁽²⁰⁾, dont nous nous bornons à compléter çà et là les précieuses indications:

1° Que 5 cantons ou demi-cantons seulement prélèvent sur les Sociétés de portefeuille exactement les mêmes impôts que sur les Sociétés d'exploitation, sans en réduire le montant. Ce sont les cantons de Berne, Thurgovie, Appenzell Rhodes-intérieures, Appenzell Rhodes-extérieures et Obwald.

2° Qu'il existe un canton (le demi-canton de Nidwald) où la législation admet à titre régulier que des conventions fiscales particulières, différentes selon chaque cas d'espèce, soient conclues avec les Sociétés de portefeuille.

En fait, cette disposition très particulière se traduit par des facilités importantes accordées aux holdings, qui, par suite, se sont domiciliées en grand nombre dans ce canton. Citons, par exemple, la « Our sina S. A. », qui contrôle des entreprises laitières en France, Allemagne et Suisse.

3° Que, dans le canton de Fribourg, toute latitude est laissée au Conseil d'Etat d'exonérer les holdings dans la mesure qu'il juge convenable.

En fait, l'impôt auquel sont soumises les holdings dans ce canton est très modéré.

4° Qu'un groupe de 5 cantons ⁽²¹⁾, à l'exemple de la

(20) *Op. cit.*, chapitre V.

(21) A savoir : Argovie (dont le chef-lieu, Aarau, est notamment le siège de l'importante holding de Sociétés électriques, dite « Fi-nelectra », au capital-actions de 30 millions de francs suisses) ; Lucerne ; Soleure (canton où se trouve le siège de la grande « Holding Chaussures Bally », à Schönenwerd) ; Vaud ; Schwyz.

Confédération helvétique, calculent d'abord l'impôt qu'auraient à payer les Sociétés de portefeuille si on les considérait comme des Sociétés ordinaires, mais en réduisent ensuite le montant dans une mesure plus ou moins considérable.

Voici, par exemple, le *canton de Vaud*, où le privilège des Sociétés de portefeuille résulte de l'article 14 de la loi du 23 décembre 1930, abrogeant et remplaçant celle du 14 février 1928 et l'article 14, alinéa 2, de la loi d'impôt de 1923.

Article 14 : « Est réduit de 75 % l'impôt sur le capital ⁽²²⁾ et sur le bénéfice net ⁽²³⁾ dû par les Sociétés anonymes, Sociétés en commandite par actions ou Sociétés coopératives dont les capitaux sont exclusivement affectés à des participations dans d'autres Sociétés anonymes, en commandite par actions ou coopératives qui ne possèdent point d'établissement dans le canton ⁽²⁴⁾. La participation doit consister en actions, en parts, en obligations ou prêts à trois ans de terme au moins ».

5° Que les 13 cantons ou demi-cantons restants ⁽²⁵⁾

(22) L'article 7 de la loi indique ce qu'il faut entendre par *capital imposable* (capital versé, plus les réserves).

(23) L'article 11 de la loi précise comment doit être calculé le *bénéfice net*.

(24) La législation du canton de Vaud, on le voit, présente cette particularité (qui lui est commune avec la loi genevoise), d'exiger que les sociétés auxquelles la holding s'intéresse ne soient pas domiciliées dans le canton, disposition probablement destinée à éviter la constitution de sociétés de participations dans un but d'évasion fiscale.

(25) A savoir : Bâle-ville et Bâle-campagne; Genève (où sont domiciliées, notamment, les trois importantes sociétés de participations suivantes : « Société financière italo-suisse », « Banque Générale pour l'industrie électrique » et « Société franco-suisse pour l'industrie électrique »); Glaris; Grisons; Neuchâtel; Saint-Gall; Schaffouse; Tessin; Uri; Valais; Zoug; Zurich.

soumettent les Sociétés de portefeuille à un régime fiscal absolument spécial, n'ayant aucune base commune avec les mesures applicables aux Sociétés d'exploitation.

C'est le cas, par exemple, du demi-canton de *Bâle-Ville* (loi du 23 juin 1921, art. 5), un des plus favorables aux holdings, qui, de fait, ont en grand nombre établi leur siège dans ville de Bâle, grand centre financier international. Nous avons déjà cité, comme telle, la « Société internationale pour entreprises chimiques, S. A. », dont on connaît les attaches avec le grand trust allemand des matières colorantes dit « I. G. ». Signalons encore la « Société suisse d'industrie électrique » au capital de 40 millions, qui est la holding de la Banque commerciale de Bâle; elle a distribué, pour 1931, un dividende de 8 %.

C'est encore le cas du canton de *Glaris*, qui, dès 1903, décidait que la loi fiscale du canton ne serait pas applicable aux Sociétés (d'exploitation comme de portefeuille) qui y auraient leur siège, attirant ainsi sur son territoire un grand nombre de Sociétés industrielles (dont plus de cent Sociétés de portefeuille). « Actuellement », dit M. Rosset (*op. cit.* p. 91), « une holding au capital de 10 millions ne paie à Glaris que 4.000 francs d'impôts par an, quels que soient ses bénéfices et le montant de ses réserves, chiffre évidemment très peu élevé ».

C'est à Glaris que se trouve le siège de la « *Sastig* » (Société suisse-américaine pour l'industrie de la broderie), une des plus importantes Sociétés de contrôle et de participations de la Confédération.

Voici, de même, le canton *des Grisons*, où le régime fiscal est encore plus avantageux pour les holdings, ne possédant pas d'immeubles dans le canton, qui ont un capital-actions *non libéré* important. Nous citerons, par exemple, la « Holding für cellulose und papier fabriken, A. G. » et la « A. G. für Unternehmungen der Papier Industrie », toutes deux domiciliées à Saint-Moritz.

Voici, enfin, « last but not least », le canton de *Zurich*, où sont domiciliées un très grand nombre de Sociétés de portefeuille qui profitent également des avantages que leur assure l'importance de Zurich, siège de presque toutes les grandes banques suisses, comme place financière internationale. Nous avons déjà parlé de la « Banque pour Entreprises Electriques », de la « Société internationale de placement (Internationale Anlagegesellschaft) », et de la « Compagnie continentale de valeurs (Thesaurus) ». Citons encore :

parmi les Sociétés de placement :

la « Banque Suisse de placement » ;

parmi les Sociétés de contrôle ou de participations :

la « Société Suisse-Américaine d'Electricité » ; la Société « Union continentale du linoléum » ; la « Sulzer Entreprises, S. A. », à Wintherthur, etc.

*
**

LE GRAND-DUCHÉ DE LUXEMBOURG a promulgué le 31 juillet 1929 une loi fiscale créant un régime spécial en faveur des Sociétés de portefeuille, comprises sous la dénomination générique de Holding. On en trouvera le texte complet dans Rosset (*op. cit.*, chap.

VI). En voici seulement les passages les plus intéressants :

Article premier: « Sera considérée comme Société
« Holding toute Société luxembourgeoise qui a pour
« objet exclusif la prise de participations, sous quel-
« que forme que ce soit, dans d'autres entreprises
« luxembourgeoises ou étrangères, et la gestion ainsi
« que la mise en valeur de ces participations, de ma-
« nière qu'elle n'ait pas d'activité industrielle pro-
« pre et qu'elle ne tiennne pas un établissement com-
« mercial ouvert au public. Le portefeuille des Socié-
« tés Holdings peut comprendre des fonds publics
« luxembourgeois ou étrangers.

« La Société Holding sera exempte de l'impôt sur
« le revenu, de la surtaxe, de l'impôt complémentaire
« et de l'impôt sur le coupon, sans avoir droit à la
« restitution de l'impôt sur le coupon perçu à charge
« des obligations indigènes qu'elle tient en porte-
« feuille; elle est également exonérée des centimes
« additionnels des communes ».

.....

Article 2 : « Les revenus qu'un propriétaire d'ac-
« tions ou d'obligations d'une Société Holding luxem-
« bourgeoise retire de ces titres sont soumis à l'impôt
« sur le revenu et à la surtaxe pour une fraction cor-
« respondant au revenu des titres étrangers détenus
« par la Société Holding pourvu que le propriétaire
« réside dans le Grand-Duché ; il en sera de même
« de l'impôt complémentaire qui sera dû pour la
« même fraction.

« Conformément aux lois du 26 novembre 1927 et

« du 19 juin 1929, le propriétaire d'actions ou d'obligations d'une Société Holding indigène reste soumis, dans la section de sa résidence, aux centimes additionnels communaux pour l'ensemble des revenus de ces titres et de leur valeur ».

En outre, le Grand-Duché de Luxembourg — contrairement à ce qui se fait en Suisse, par exemple — a allégé les frais de constitution des Sociétés de participations. Ces frais *particulièrement peu élevés* sont environ deux fois et demie inférieurs à ceux qui doivent être acquittés en Suisse.

Quant aux charges annuelles d'une Société de participations, elles atteignent à peine le *dixième* environ de celles qu'une Société d'exploitation domiciliée à Luxembourg doit supporter.

*
**

La promulgation de la loi ci-dessus a eu pour conséquence immédiate l'établissement dans le Grand-Duché de Luxembourg de nombreuses Sociétés de portefeuille, et il est certain que ce nombre augmentera encore (26). Il ne faut pas oublier, cependant, que

(26) Voici, à ce propos, ce que nous lisons dans l'« Information » du 3 décembre 1931 (il s'agit du Globe Investment Trust, que nous avons déjà cité) : « *Holdings anglaises au Luxembourg.* » — La création de holdings luxembourgeoises par des capitalistes anglais s'est rapidement multipliée depuis la baisse de la livre sterling et la fuite des capitaux anglais. Ces capitaux revêtent « en cette occasion la forme de francs luxembourgeois. Fin octobre, 13 holdings anglo-luxembourgeoises furent ainsi créées en une seule journée. Les fondateurs sont des experts-comptables anglais qui agissent pour le compte de firmes financières. La première de ces Sociétés, enregistrée sous le nom de Globe Investment Trust, au capital de 100.000 francs, a immédiatement porté ce capital à 180 millions. Les 12 autres sociétés possèdent un capital de 50.000 francs chacune et attendent le moment

les lois fiscales de certains cantons suisses peuvent être, selon les cas, plus favorables aux Sociétés de participations que ne l'est la législation luxembourgeoise. D'autre part, en présence de différentes lois accordant aux holdings-companies à peu près les mêmes avantages fiscaux, des considérations d'un autre ordre seront déterminantes pour la fixation de leur siège social. Ainsi la richesse de la Suisse en capitaux, le taux d'intérêt très bas et essentiellement stable qui y est pratiqué, l'ampleur de son marché financier, la stabilité de sa monnaie, sa situation économique, politique et même géographique, sont autant d'éléments qui influenceront ce choix.

Le Grand-Duché de Luxembourg n'en a pas moins le grand mérite d'avoir *créé* un système fiscal applicable aux holding-compagnies, système rationnel dans son ensemble et très complet, dont les Sociétés de participations profiteront sans aucun doute.

*
**

La législation de la PRINCIPAUTÉ DE LIECHTENSTEIN contient de nombreuses dispositions sur les holdings-companies. C'est la seule qui ait attaché à ces Socié-

« d'augmenter leur capital. Elles portent les noms suivants : Donegal Development, Concord Extensions, Northern Association, « Southern Association, European Holdings, Junction Holding, « Main Enterprises, Continental Control, Southern Combine, « Vireneal Investment, Farcal Holding, Birlay Development. »

De son côté, la « Journée Industrielle » annonçait, dans son seul numéro du 5 décembre 1931, la constitution de trois sociétés luxembourgeoises de participations :

la « Société holding des Montres Unic », au capital de 6 millions de francs luxembourgeois ;

la « Société Universelle d'Editions », au capital de 7 millions ;

la « Société Financière pour l'Industrie alimentaire », au capital de 5 millions.

tés une importance toute particulière, non seulement au point de vue du droit fiscal mais aussi à celui du droit civil. Le 10 avril 1928 a été promulguée une loi concernant « das Treuunternehmen » (l'entreprise fiduciaire), qui constitue l'article 932 a. du Code des personnes et des Sociétés du 19 février 1926. Cette loi, sans compter les dispositions finales et transitoires, a 170 paragraphes réglementant par le détail la constitution, la situation juridique, et l'extinction des entreprises fiduciaires les plus diverses, les rapports de droit des personnes qui participent à leur création ou à leur administration ainsi que la gestion de leurs fonds sociaux. « Elle peut », dit M. Rosset (*op. cit.*, p. 128), « paraître un peu confuse tant elle a voulu être complète. Elle n'en constitue pas moins un essai très intéressant dans un domaine où aucun législateur ne s'est aventuré jusqu'ici. Sa caractéristique est une conception extrêmement large de l'entreprise fiduciaire en général et plus spécialement des buts qu'elle peut poursuivre, ainsi que de la forme juridique, avec ou sans personnalité, qu'il lui est possible d'adopter. La réglementation légale de son fonctionnement présente cependant certaines complications qui ne sont pas absolument nécessaires, semble-t-il, pour fixer son statut juridique ».

Le privilège qui a été créé, au Liechtenstein, en faveur des holdings-companies, (privilège étendu, dans la suite, par la loi du 10 mai 1924, articles 72 et 122 E), date de la loi fiscale du 11 janvier 1923 dont l'article 72, alinéa 1^{er}, prévoyait que ces Sociétés, totale-

ment exemptes de l'impôt sur le revenu, étaient soumises à un impôt de 1 p. 1000 sur le capital-actions versé et de 1/2 p. 1000 sur le capital-actions non versé. Ce régime fiscal était déjà sensiblement plus avantageux que le régime appliqué aux Sociétés ordinaires, lesquelles ont à payer un impôt de 2 p. 1000 sur le capital-actions non libéré (art. 68); elles doivent en outre acquitter un impôt sur le revenu égal à la moitié du rapport du bénéfice net au capital imposable, mais au minimum 3 %, au maximum 12 %, du bénéfice net (art. 70).

Quant aux *frais de constitution*, ils ont été considérablement réduits lorsqu'il s'agit de holdings-companies. La taxe dont doivent s'acquitter les Sociétés ordinaires en formation est de 1,8 % du capital-actions. Les personnes morales n'ayant pas de capital divisé en parts (fondations, associations) bénéficient d'un taux de 0,2 %. Quant à celui dont les Sociétés de participations sont frappées, il n'est que de 0,1 %. Cet impôt est le seul qui doive être payé lors de la constitution des holdings-companies. « Il est, à notre connaissance », écrit M. Rosset (*op. cit.*, p. 133), « plus bas que celui de n'importe quel autre Etat d'Europe et favorise considérablement l'établissement de ces Sociétés dans la Principauté » (27).

*
* *

(27) C'est pourquoi le capital des Sociétés de titres domiciliées dans la Principauté de Liechtenstein, et notamment à Vaduz, la petite capitale de ce petit Etat, se chiffre, au total, par un nombre respectable de milliards de francs.

Si faibles que soient les impôts perçus sur ces Sociétés, ils suffisent à couvrir toutes les dépenses de la Principauté, dont les quelque 12.000 habitants sont effectivement, croyons-nous, exonérés de toute charge fiscale.

AUX ETATS-UNIS, les pouvoirs publics n'ont pas manqué de s'apercevoir des dangers que la politique de certains *Investment Trusts* pouvait faire courir aux épargnants. Des enquêtes ont eu lieu, parmi lesquelles une place à part doit être faite à celle de l'Attorney Général de New-York, en 1927, dont nous avons déjà parlé ⁽²⁸⁾. Mais, jusqu'ici, aucune réglementation d'ensemble n'est intervenue, à notre connaissance, tellement il est difficile d'édicter une loi qui touche à tant d'intérêts, et concentrés en des mains si puissantes ! ^(28bis).

Certains des Etats de la République américaine, comme le New Jersey, estiment inutile une législation spéciale en matière d'*Investment Trusts* ; d'autres, comme l'Utah et l'Ohio, sont partisans de mesures restrictives ; il en est un, toutefois, celui de Californie, qui, après avoir créé un fonctionnaire spécial, le « State Commissioner », chargé d'appliquer la loi fédérale relative à la mise en vente des valeurs mobilières, a établi, en 1928, 18 règles auxquelles devront se soumettre les *Investment Trusts* désireux d'étendre leur activité au domaine de l'Etat de Californie.

Nous résumons comme suit ⁽²⁸⁾ ces dispositions, dont notre projet de loi français sur les Sociétés de placement s'est inspiré en partie :

(28) D'après J. de Lander, cité par Varangot (*op. cit.* pp. 160 sqq.).

(28 bis) Voir, dans le n° du 26 mars 1932 du « Journal de la Bourse », une brève analyse du rapport que le « Bureau of Securities » de New-York vient de publier pour l'année 1931. L'auteur de ce rapport, M. John J. Bennet, Attorney général, déclare que l'année écoulée a fait apparaître, de la part des *Investment Trusts*, des abus contre lesquels la législature actuelle ne donne pas d'armes suffisantes.

« I, II, III.— a).— Des références appropriées seront
« exigées quant à l'honnêteté, la réputation et la com-
« pétence des administrateurs et autres dirigeants.

« b). — Un exposé du plan d'opérations projeté de-
« vra être soumis au « State Commissioner », préa-
« lablement à l'exercice de toute activité sur le ter-
« ritoire de l'Etat.

« IV et V. — L'activité essentielle des Investment
« Trusts devra consister en l'achat et la vente de va-
« leurs mobilières dans des buts de placement et s'é-
« tendre au plus grand nombre possible de titres de
« bonne classe et de réalisation facile. Les statuts de-
« vront interdire la création et le lancement d'entre-
« prises.

« VI, VII, VIII et IX. — Les administrateurs, mem-
« bres de la direction, et « trustees », ne devront pas,
« en ce qui concerne le placement des fonds du trust,
« traiter avec lui, soit pour leur compte personnel,
« soit pour celui des Sociétés dans lesquelles ils se-
« raient intéressés, ni tirer aucun avantage direct ou
« indirect d'affaires faites avec le trust.

« Les fondateurs devront souscrire en espèces au
« moins 20 % du capital initial.

« La rémunération des administrateurs et membres
« de la direction devra être modérée ou tout au moins
« en rapport avec leurs charges et responsabilités.

« X. — Les frais d'émission ne devront pas dépas-
« ser 10 % de la tranche émise et seront amortis dans
« un délai normal, d'après les règles comptables
« usuelles.

« XI, XII. — Les Investment trusts ne devront pas
« placer plus de 5. % de leurs fonds dans les titres

« d'une même Société ; les entreprises dans lesquelles ils investiront des fonds devront avoir obtenu des résultats satisfaisants pendant trois ans au moins.

« XIII. — Ils ne pourront contracter d'emprunt pour un montant supérieur à 50 % de leur actif réalisable — y compris les valeurs de leur portefeuille estimées à leur prix en Bourse.

« XIV, XV, XVI. — Ils devront communiquer deux fois par an au « State Commissioner » leurs bilans et comptes de profits et pertes certifiés par un expert comptable et adresser les mêmes documents aux participants ou actionnaires, ainsi que la liste de toutes les valeurs du portefeuille.

« Les prospectus et autres imprimés mis en circulation devront indiquer d'une manière exacte la nature de leurs opérations.

« XVII. — Ils ne devront ni participer à des syndicats boursiers ni faire d'opérations à terme.

« XVIII. — Ils devront, avant toute distribution de dividendes, placer 10 % de leurs bénéfices **aux réserves**, jusqu'à ce que celles-ci s'élèvent à 25 % du capital social ».

— *Au point de vue fiscal*, la situation d'une même Société de titres américaine — Investment Trust ou Holding — est toute différente suivant que la Société a été constituée sous l'empire de la législation de tel ou tel des 48 Etats de l'Union. — Très variable aussi, suivant les Etats, est la méthode d'imposition sur le revenu de l'actionnaire d'un Investment Trust.

Nous devons nous borner ici à signaler cet état de choses, sans entrer dans les détails que donne M. Rex Leland Robinson sur cette question complexe ⁽²⁹⁾ et auxquels nous prions le lecteur de vouloir bien se reporter. Disons seulement qu'en définitive, les Etats de Wisconsin, Arizona, Maine, Floride et New Jersey sont parmi les plus accommodants aux deux points de vue signalés plus haut.

*
**

Ce rapide aperçu des principales législations étrangères qui font une place notable aux Sociétés de participations suffit à montrer la diversité et le caractère fragmentaire des solutions adoptées. Seul le point de vue fiscal — il est vrai qu'il revêt, en l'espèce, une importance toute particulière — semble avoir retenu dans tous les cas l'attention du législateur. Nulle part nous ne rencontrons une réglementation des holdings analogue à celle que nous avons suggérée à propos de la présentation de leur bilan ; et quant aux Investment Trusts, nous ne voyons que l'Etat de Californie qui ait établi un statut propre à ces organismes très particuliers.

Nous en concluons que le législateur français ne doit s'avancer qu'avec la plus grande prudence sur le terrain de la réglementation des Sociétés de contrôle et des Sociétés de placement. Mais ce n'est pas parce que l'œuvre est difficile et délicate que certains *abus*, en matière de holdings, ou que certains *risques pour l'épargne*, en matière d'Investment Trusts, doivent rester possibles ou être aggravés plus longtemps.

(29) *Op. cit.*, chapitre IX, pp. 187 sqq.

Conclusions

Nous nous sommes efforcé, dans la première moitié de notre travail, de définir aussi clairement que possible la *Société de placement* pure, et nous croyons avoir montré que les Sociétés de cette nature constituent, lorsqu'elles sont bien organisées et habilement gérées, des organismes financiers d'une grande utilité pour l'épargne, individuelle et même nationale.

Elles évitent, avons-nous dit, aux *petits capitalistes*, tout en les accomplissant mieux qu'eux, les opérations et les démarches que rend plus nécessaires aujourd'hui que jamais toute gestion d'une fortune mobilière.

Elles surveillent et financent, au moins dans une certaine mesure, les *Sociétés industrielles* qui font appel au public.

Elles constituent un régulateur et un amortisseur du *marché financier* et donnent de l'élasticité aux cours, parant ainsi, jusqu'à un certain point, aux inconvénients inhérents à l'étroitesse du marché.

Enfin, *elles centralisent l'épargne* et suivent attentivement les placements faits à l'étranger, et c'est surtout à cet égard que l'Etat a intérêt à les voir se développer.

Le projet de loi français que nous avons analysé nous semble donc répondre à un véritable besoin. Son adoption par le Parlement serait *particulièrement opportune aujourd'hui* ; car les petits et même les moyens épargnants comprennent toute la difficulté du problème des placements, et les désillusions qu'ils ont éprouvées les inciteraient sans doute à confier à des techniciens *d'une intégrité et d'une prudence éprouvées* le soin de faire fructifier leurs économies ; en outre, la dépression profonde, souvent excessive, des cours actuels de nombreuses et excellentes valeurs, tant françaises qu'étrangères, permettrait la constitution de portefeuilles dans des conditions très favorables, les plus-values probables devant notamment faciliter la constitution rapide d'importantes réserves ; enfin, les achats auxquels procéderaient les Sociétés de placement qui se constitueraient actuellement pourraient être un élément d'activité et de soutien intéressant pour le marché, en même temps qu'ils contribueraient à faire rentrer dans la circulation mondiale une partie de l'or qui s'accumule sans cesse dans les coffres de la Banque de France.

Nous ne saurions oublier, cependant, « qu'il n'est
« pas de loi, si bien faite soit-elle, qui puisse effec-
« tivement protéger le public ignorant contre les gens
« malintentionnés, et que les qualités morales des
« hommes qui dirigent une affaire restent et reste-
« ront toujours en dernier ressort la raison profonde
« de son succès final » (1).

(1) Christian Lazard, dans la « Revue des Deux Mondes », du 1^{er} février 1931, p. 674.

En outre, *l'abus de la réglementation* est une forme d'étatisme qui, pour avoir été en honneur à certaines époques difficiles de notre histoire financière, n'en est pas moins déplorable. Comme l'a fait remarquer très justement M. Edgard Allix, l'éminent Professeur de la Faculté de Droit de Paris, « du fait qu'il aura autorisé ou contrôlé, c'est contre l'Etat qu'on se retournera en cas de mécomptes, et sur lui qu'on rejettera la responsabilité » (2).

En définitive, nous souhaitons l'apparition prochaine en France de grandes Sociétés de placement, véritables Sociétés coopératives de capitalistes, dont les actions offriraient, outre des garanties aussi solides que celles que présentent d'ordinaire les obligations, des possibilités d'accroissement régulier, en intérêt comme en capital, que ces dernières ne possèdent pas.

L'épargne française disposerait ainsi d'une forme perfectionnée de placement qui nous manque encore, et le marché de Paris s'enrichirait d'éléments nouveaux et particulièrement précieux.

*
**

Nous nous sommes attaché ensuite, dans la deuxième moitié de cet ouvrage, à marquer les différences profondes qui séparent la Société de placement pure de la *Société de contrôle* pure.

Les Sociétés de contrôle plus ou moins pures, disons : les holdings, que l'on rencontre en pratique,

(2) Cité par Varangot, *op. cit.*, p. 150.

nous sont alors apparues, telles la langue d'Esopé, à la fois comme la meilleure et la pire des choses, suivant l'angle sous lequel on les considère.

D'une part, les petits et moyens actionnaires des Holdings n'ont que trop de motifs de craindre que le Conseil d'administration de leur Société soit plus souvent préoccupé de ses intérêts propres que de l'intérêt des actionnaires. C'est qu'en effet, il faut bien le reconnaître à la fin de cette étude, de telles Sociétés reposent généralement sur une équivoque : leurs dirigeants, qui disposent de nombreux moyens d'assurer leur influence à peu de frais, ont en vue le « contrôle » ; le public qui s'intéresse aux titres de ces Sociétés n'a en vue, lui, qu'un placement plus ou moins spéculatif. Or, comme le dit très bien M. Janin (*op. cit.*, 248), « bien qu'une certaine solidarité existe entre ces deux groupes d'actionnaires, leurs buts respectifs sont en réalité nettement divergents. Au cas d'opposition entre ces deux catégories d'intérêts, le groupe dirigeant, plus homogène, plus habile, peut faire prévaloir les solutions qui lui sont favorables et qui sacrifient les intérêts de la masse inorganisée des petits actionnaires ».

D'autre part, les avantages généraux que présentent les Holdings, organismes à la fois très souples et très « efficaces » de *rationalisation industrielle* comme aussi d'*équilibre financier international*, sont tels que l'on ne saurait hésiter à conclure en leur faveur.

Et cette conclusion s'impose tout particulièrement aux Français d'aujourd'hui. Car notre pays dispose d'une masse considérable de capitaux. Banquier du

monde avant la guerre, il a dû, depuis, consacrer la majeure partie de ses économies à l'œuvre immense des Réparations, et sa fortune mobilière étrangère s'en est trouvée sensiblement amoindrie ; elle reste cependant considérable. En outre, son avenir financier lui permet d'envisager le tout premier rôle sur les divers marchés du monde.

Riche de capitaux, riche d'une élite de techniciens — industriels, commerçants et financiers — la France se doit donc de créer chez elle de nombreuses holdings, s'étendant au loin, choisissant judicieusement leurs points d'application, donnant aux activités éparées qu'elles animent une direction française, permettant enfin à notre pays de jouer le rôle international de premier plan qui peut être le sien et lui procurant en même temps les bénéfices directs ou indirects que notre étude a énumérés.

Mais encore est-il nécessaire, comme le souligne très justement M. Cheminai⁽³⁾, « pour que la France
« puisse entrer dans cette voie, que le régime juridi-
« que applicable aux Sociétés permette la constitu-
« tion et l'activité des holdings en France même, et
« que le jeu des dispositions fiscales françaises ne
« mette pas un obstacle définitif à leur naissance et
« à leur développement ».

(3) *Op. cit.*, p. 11.

ANNEXE

Texte du *Projet de loi français sur les Sociétés de placement*
déposé par le Gouvernement sur le Bureau de la Chambre
des Députés le 14 novembre 1930.

Article premier. — Pourront seules faire appel au public, dans les conditions prévues par l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, sous la dénomination de sociétés de placement, compagnies de placement ou désignations similaires, et faire suivre leur raison sociale de la mention « Loi du 1930 », les sociétés anonymes françaises qui se soumettront aux prescriptions suivantes :

1° Lesdites sociétés devront avoir pour unique objet la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. Ce portefeuille ne pourra pas comprendre de parts de sociétés à responsabilité limitée.

Lesdites sociétés pourront toutefois acquérir des immeubles de rapport à concurrence de 5 % au maximum de leur capital, de leurs réserves et de leurs emprunts obligataires.

Leur sont interdites toutes autres opérations financières, industrielles ou commerciales, et notamment la constitution de sociétés dont elles deviendraient fondatrices, la création ou l'exploitation d'entreprises privées ou commerciales, la garantie du placement ou de la vente dans le public d'actions, obligations, parts de fondateur ou autres titres de collectivités publiques ou privées, l'émission d'obligations pour le compte de collectivités publiques ou privées en recevant une prime ou une commission, l'achat de sociétés en liquidation ou en faillite en vue de les liquider à leur bénéfice.

Leur sont, en outre, interdites toute participation et toute adhésion à des accords conclus avec des individus ou des collectivités en vue de procéder à l'acquisition pour les revendre des actions, obligations, parts de fondateur ou autres titres de collectivités publiques ou privées, à la vente pour les racheter desdits titres et à la répartition entre les participants des gains et pertes résultant de ces opérations.

2° Elles devront publier, dans les trois mois de la clôture de l'exercice, au « *Bulletin des Annonces légales obligatoires* », et insérer dans le rapport annuel de la société la composition intégrale des valeurs de l'actif à la date de clôture de l'exercice, avec indication du prix d'acquisition et, en outre, pour les valeurs de portefeuille, du cours du jour de l'inventaire. La publication au « *Bulletin des Annonces légales obligatoires* » devra comprendre également le bilan annuel et le compte de profits et pertes.

3° Lesdites sociétés devront être constituées au capital minimum de 100 millions de francs entièrement versés. Elles ne pourront créer ni actions privilégiées ni parts de fondateur. Elles pourront émettre des obligations à concurrence de 25 % de leur capital et de leurs réserves. Elles ne pourront recevoir d'apports en nature.

4° Aussi longtemps que les réserves n'auront pas atteint le montant du capital social, pourront seuls être distribués, après déduction des frais de gestion, les intérêts, dividendes, arrérages et autres produits des titres constituant le portefeuille de la société.

5° Lesdites sociétés ne pourront posséder plus de 5 % des titres évalués à leur valeur nominale émis par une collectivité ni plus de 5 % du nombre des titres sans valeur nominale émis par la même collectivité, ni disposer de plus de 1/20^e des droits de vote dans une société. Elles ne devront pas employer en titres d'une même collectivité plus de 5 % des sommes placées et disponibles pour le placement.

Sous réserve de l'exercice des droits de toute nature attachés aux titres que les sociétés de placement possèdent régulièrement, lesdites sociétés ne pourront acquérir des titres de sociétés qui n'auraient pas établi au moins trois bilans annuels.

6° Lesdites sociétés ne pourront attribuer à forfait la gestion de leur portefeuille. Les tantièmes attribués aux administrateurs ne devront pas dépasser 5 % des bénéfices mis en distribution. Les frais de gestion ne pourront être supérieurs à 1 % du capital social et des réserves.

7° Le président du Conseil d'administration desdites sociétés, l'administrateur délégué et le ou les directeurs, ainsi que les deux tiers au moins des administrateurs devront être de nationalité française. Les interdictions relatives à l'exercice de la profession de banquier sont applicables aux administrateurs, aux directeurs, ainsi qu'aux commissaires aux comptes desdites sociétés.

8° Les commissaires aux comptes devront surveiller l'exécution des prescriptions des paragraphes précédents et certifier sous leur responsabilité, après vérification, l'existence matérielle du portefeuille, tel qu'il figurera au bilan. Toute infraction à cette dernière obligation sera punie d'une amende de 5.000 à 50.000 francs et, en cas de mauvaise foi, d'un emprisonnement de 3 mois à un an.

Article 2. — Les intérêts, dividendes et autres produits des actions des sociétés qui se conformeront aux dispositions de la présente loi seront exonérés de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières dans la mesure où il sera justifié qu'ils proviennent des intérêts, dividendes, arrérages et tous autres produits des valeurs composant le portefeuille de la société.

Article 3. — Les administrateurs qui auront contrevenu aux dispositions des paragraphes 1 à 7 de l'article 1^{er} de la présente loi seront passibles d'une amende de 3.000 à 50.000 francs et, en cas de récidive, de 50.000 à 500.000 francs. En cas de mauvaise foi, ils seront, en outre, passibles d'un emprisonnement de trois mois à un an et, en cas de récidive, de un an à cinq ans.

Le Tribunal ordonnera, dans tous les cas, que le jugement de condamnation soit publié intégralement ou par extraits au « *Bulletin des Annonces légales obligatoires* » et dans les journaux qu'il désignera, le tout aux frais des condamnés.

Dans le délai d'un mois qui suivra toute condamnation définitive les actionnaires devront être convoqués en assemblée générale extraordinaire pour se prononcer sur les modifications à apporter à la gestion de la société et sur la dissolution éventuelle de celle-ci.

Vu :

Lyon, le 28 Février 1932.

Le Président de la Thèse,

René GONNARD.

Vu :

Lyon, le 16 Mars 1932.

le Doyen,

L. JOSSERAND.

Vu et permis d'imprimer

LYON, le 17 Mars 1932.

LE RECTEUR, PRÉSIDENT DU CONSEIL DE L'UNIVERSITÉ,

A. LIRONDELLE

Bibliographie

I. — *Ouvrages spéciaux, thèses, brochures, monographies*

- ANGAS. — « Investment (l'art des Placements) », traduit par Gaël Fain. Chez Trémois, 43, avenue Rapp, Paris (7^e). 1 volume de 407 p. — 100 francs.
- BAILLY (Lucien). — « Défense des actionnaires et finance minière », 1 vol. Nancy, 1930.
- BALDY (Edmond). — « Les banques d'affaires en France depuis 1900 ». Paris, 1922.
- BAYART (Pierre). « L'entreprise moderne. — Ses liens avec la finance ». Compte rendu des Semaines Sociales de France. Besançon, 1929.
- « Structure du monde économique contemporain. Dynamisme et technique des affaires modernes ». Compte rendu des Semaines Sociales de France. Mulhouse, 1931.
- BLUMSTEIN (Philipp). — « Trusts de placement en Angleterre ». Imprimerie Valters et Rapa, Riga, 1930.
- BUCKINGHAM (Col. George T.). — « The Holding Company », brochure de 12 pages éditée par « The Electric Association ». Chicago, février 1928.
- CAVELIER (Marcel). — « La gestion des fortunes mobilières ». Delagrave, éd., Paris, 1926.
- CHEMINAIS (Paul). — « Les sociétés « holding » : leur rôle économique, leur statut juridique et fiscal ». Dalloz, Paris, 1929. 6 francs.

- « Les sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères ». *Thèse Paris*, 1927.
- COART-FRESARD. — « Syndicats financiers ». *Compte rendu des Semaines Sociales de France*. Mulhouse, 1931.
- DRUARD. — « Les trusts de placement ». Sirey, Paris, 1930.
- DURAND (Paul). — « La protection de l'épargne », 1 vol. Editions Spes, Paris, 1930, 154 p. 12 francs.
- FAIN (Gaël). — « Les Compagnies de placement aux Etats-Unis, en Angleterre et en France », Paris, décembre 1929.
- « Les Sociétés de placement », Brochure de 35 p. publiée par l'« Information financière », Paris, 1931.
- FLYNN (John-T.). — « Investment Trusts Gone wrong », New Republic. Inc., New-York, 1930. 1 dollar.
- FOWLER (John Francis). — « American Investment Trusts », Harper and Bros, New-York, 1928.
- GEGOUT (Maurice). — « Filiales et Groupements de Sociétés ». Sirey, Paris, 1929. 50 fr.
- GOUNOT (Emmanuel). — « Actionnaires et Conseils d'Administration ». *Sem. sociales de France*, Mulhouse, 1931.
- « L'entreprise industrielle d'aujourd'hui, sa structure juridique ». *Semaines Sociales de France*, Besançon, 1929.
- GRAYSON (Théodore-Julius). — « Investment Trusts: Their origin, development and operation ». John Wiley and Sons, New-York, 1928.
- GUITARD (Henri). — « L'émission et le placement des valeurs mobilières aux Etats-Unis », un vol. in-8° de 146 p., chez Payot, Paris, 1930.
- HALFORD ERICKSON. — « Holding and Management Companies ». Brochure de 52 p. publiée par « The National Electric Light Association », New-York, août 1928.
- JANIN (L.). — « Les Sociétés de participation au point de vue économique », Sirey, Paris, 1928. 30 fr.
- « La Vie financière des Sociétés », Paris, 1929.
- KHONSARIAN (Robert). — « Organisation et gestion des Syndicats financiers », 13, rue Henri-Bocquillon, Paris, 1931.

- KIRCHMAN. — « Principles of investments », Chicago et New-York, 1924.
- LANDER (J. de). — « Les Investment Trusts ». Sirey, Paris, 1929.
- LAZARD (Christian). — « La législation des Sociétés de placement ». Sirey, Paris, 1930. 5 fr.
- LEMAIRE (René). — « L'entreprise industrielle d'aujourd'hui, sa structure économique ». Sem. soc. de France, Besançon, 1929).
- LEROY-BAULIEU (P.). — « L'art de placer et de gérer sa fortune ». Paris, 1920. Nouvelle édition 1929. Remaniée et mise à jour par Maxime Renaudin et Edouard Payen.
- LIEFMANN (Robert). — « Beteiligungs und Finanzierungs Gesellschaften », 4^e édition. Iéna, 1923.
- MADDEN (John T.). — « The Investment Company in Business Development », brochure de 17 p. publiée par « The National Electric Light Association ». New-York, juin 1928.
- MICHEL (Jean). — « Les participations des Sociétés étrangères dans les entreprises françaises et l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières ». Godde, Paris, 1929.
- MIRIMONDE (A. P. de). — « Comment placer sa fortune? ». Payot, Paris, 1926.
- PERQUEL (Jules). — « Pour sauver l'épargne ». Editions des Portiques, 144, avenue des Champs-Élysées, Paris, 1931. 15 fr.
- POUJOL. — « De la superposition d'impôts cédulaires en matière de revenu des capitaux mobiliers en France ». Paris, 1927.
- PRIVAT (Maurice). — « La vie et la mort d'Alfred Loewenstein ». Paris, 1929.
- PUGLIESE (Mario). — « L'Imposizione delle imprese di carattere internazionale : Società, Filiali, Cartelli, Trusts, Holding ed Investment Trusts ». Milan, 1930.
- PUJO (Bernard). — « La gestion des fortunes mobilières ». Librairie Générale de Droit et Jurisprudence, Paris, 1931. 50 fr.

- ROBINSON (D' Leland Rex). — « Investment Trust Organization and Management ». Ronald Press, 2^e édition, 608 pages. New-York, 1929.
- ROSSET (Paul-René). — « Les Holding-compagnies et leur imposition en droit comparé », 2^e édition. Librairie Générale de Droit, Paris, 1931.
- SPEAKER (Lawrence M.). — « The Investment Trust ». A. W. Shaw Company. New-York, 1924.
- STEINER (William Howard). — « Investment Trusts; American Experience ». Adelphi Co, New-York, 1929.
- TAMBOISE. — « La stabilité du contrôle dans les Sociétés par actions ». Rousseau, Paris, 1929.
- TCHERNOFF (J.). — « Les Syndicats financiers », un vol. in-8° de 392-104 p. Sirey, Paris, 1930.
- VARANGOT (Joseph). — « Les Sociétés de placement ». Librairie Rousseau, Paris, 1930. 40 fr.
- VITO (Francesco). — « I Sindacati industriali ». Milan, 1930.
- WILLIAMS (Marshall H.). — « Investment Trusts in America ». Macmillan Company, New-York, 1928.

II. — *Articles de revues et journaux financiers*

- BESSE. — *Revue Politique et Parlementaire*, année 1913, « Les Administratie Kantoren ».
- BROUILHET. — *Revue des questions pratiques*, 1904, p. 161.
- DARCY (Paul). — *Revue Politique et Parlementaire*, 10 mai 1930.
- DECUGIS (A.). — *L'Economie Nouvelle*, avril 1931. « Les Sociétés de placement ».
- FAIN (Gaël). — *L'Economiste français*. du 21 décembre 1929 (compte rendu de la séance de la Société d'Ec. Pol. du 5 décembre 1929).
- *L'Information financière*, 12-13 juin 1929.
- *Le Journal des Economistes*, du 15 décembre 1929 (compte rendu de la séance de la Société d'Ec. Pol. du 5 décembre 1929).

- FLORY (Charles). — *Revue « Politique »*, du 15 janvier 1931 (éditions Spes, Paris), « Finance et Politique ».
- GUIDO ERRANTE. — *Rassegna Italiana Politica e Letteraria*, juin 1931. « Un monotype d'investment trust ».
- HARISTOY (Just). — *Revue de Science et de Législation financières*, année 1929. « Le Financement de l'Economie Nationale ».
- KERGALL (Antoine). — *La Revue économique et financière*, n° du 12 juillet 1930.
- LANSBURGH. — *Le Capital* (Edition Economique), n° du 13 juin 1930. « Les Investment Trusts ».
- LAZARD (Christian). — *La Revue des Deux Mondes* (n° du 1^{er} février 1931). *La Revue d'Economie Politique* (n° 2, 1929). *Le Temps Economique* (n°s des 28 mai et 13 août 1928; n°s des 7 janvier et 25 novembre 1929).
- LEVI (Abel). — *Revue Politique et parlementaire*, n° du 10 novembre 1929. « Les Investment Trusts ».
- LE GRAND (Hervé). — *La Prospérité nationale*, 47, boulevard Haussmann, Paris (n° du 24 janvier 1932). « La fin d'une formule ».
- LIESSE (André). — *L'Economiste français* (n°s des 18 janvier, 19 avril et 22 novembre 1930).
- M... (de Mirimonde). — *Le Capital* (Edition Economique), n°s des 27 novembre, 3 et 8 décembre 1930. « Les Sociétés de placement ».
- MICHEL. — *La Revue des Sociétés*, d'août-septembre 1928. « Les Omniums ».
- MIRIMONDE (A. P. de). — *Revue Générale des Assurances terrestres*. Paris, année 1931. « L'assurance des risques de placement », p. 693 sqq.
- NEYMARCK. — *Revue des Sociétés*, mars 1910. « Les Administratie Kantoren ».
- PERROUX (François). — *Revue d'Economie Politique*, 1931, p. 1377 sqq. « La notion de groupe industriel ».
- PICARD (Roger). — *Revue Politique et Parlementaire*, 10 mai 1931. « La défense des actionnaires ».

PIOT (A.). — *Revue critique de législation et de jurisprudence*, juillet-octobre 1930. « Observations sur l'objet des sociétés commerciales au point de vue de la théorie de l'Institution ».

SCHWOB (Philippe). — *Revue d'Economie Politique*, 1931, pages 1603 sqq. « Les Investment Trusts aux Etats-Unis et la crise de 1929-1930 ».

III. — *Divers*

L'Agence Télégraphique Universelle, du 27 août 1931. « La Crise des Investment Trusts aux Etats-Unis ».

Chambre des Députés, discussion de l'interpellation de M. Bouëssé, 7 juin 1929.

La Gazette de Francfort (n° 776, du 16 octobre 1928). « Les Administratie Kantoren ».

L'Information, du 30 octobre 1930. « A propos des Sociétés de placement. Erreurs à ne pas commettre ».

Le Journal des Economistes, du 15 avril 1931. « Remarques sur les placements en valeurs mobilières ».

Le New-York Times, n° du 22 novembre 1931. « British Trusts seen as insuitable here ».

Le Pour et le Contre, du 6 avril 1930. « La question des Investment Trusts ».

La Revue Mensuelle (n° du 1^{er} janvier 1929). « Les Administratie Kantoren hollandais ».

La Vie Financière, des 31 août, 3, 7, 14, 15 et 17 septembre 1931. « Investment Trusts anglais et Investment Trusts américains ».

Index alphabétique

N.-B. — Les n° des pages où se trouve le plus important développement sur l'expression considérée sont imprimés en caractères gras.

- Actionnaire de deuxième rang, 164.
Actions à vote plural, 164, 254.
— de jouissance, 261.
— de priorité, 127, 254.
— ordinaires, 113, 127.
— privilégiées, 127, 253, 254.
Administrateurs (délégation d'), 158 sqq.
Administrateurs (nationalité des), 267.
Administratie Kantoren, 56, **58 sqq.**, 118, 119.
Affectio societatis, 149.
Affermages de gestion, 263.
Amalgamations, 9.
Anlagegesellschaft, 15.
Arbitrages de titres, 83.
Assurance mutuelle contre les risques financiers, 28, 91.
Auto-rachat, 100.
- Bankers Shares**, 105.
Banques d'affaires, 22, **62**, 70, 180.
Bénéfice industriel dans les Sociétés de placement, 136.
Beteiligungsgesellschaft, 68.
Bilan (présentation du) dans les holdings, 203 sqq.
Bilans épurés et globaux, 208 sqq.
Bourse de Paris, 117 sqq.
Bourses de province en France, 118.
Business forecasting, 83.
- Caisses de virement et de compensation de titres**, 56, **58**.
Capital dirigeant, 150.
— dirigé, 150.
Capitalisation (Taux net de) des valeurs mobilières, 135.
Cartel, 10, 12, 180, 193.
- Cascades de tantièmes (v. Tantièmes).
Colonisation financière par les holdings, 64, 197, 198.
Common Stocks, 89.
Communauté d'intérêts, 12.
Comptoir (de vente), 12.
Concentration-contrôle, 37.
Concentration de l'industrie, 1, 176.
Consolidation, 9.
Consortium, 9.
Contrat de trust, 8, 108.
Contrôle d'une Société sur une autre, 34, 260.
Coopératives de capitalistes, 79, 288.
— de placement, 28.
Corporations, 9.
Créances et dettes réciproques des Sociétés emboîtées, 204, 205.
- Dachgesellschaft**, 187.
Dangers des holdings, 211 sqq.
Dangers des Investment Trusts américains, 282.
Debentures, 89.
Décentralisation dans l'industrie, 13.
Deferred Stocks, 254.
Dismantling, 12.
Domicile des holdings, 239 sqq.
Double imposition, 226, **229 sqq.**, 265.
Droit au dividende, 161, 171.
Droit de contrôle, 53.
Droit de regard, 53.
Droit de vote, 55, 56, 161 sqq.
- Echanges de titres, 58.
— monétaires (facilité des), 2.
Effektensubstitution, 50.
Elasticité du marché financier, 144.
Entente, 13.

Epargne (mobilité de l'), 2.
— (protection de l'), 30, 232, 252.
Equilibre dû aux holdings, 192, 289.
Extrapolateurs, 149.

Filiales, 34, 156, **180 sqq.**, 203, sqq.
Finalité double dans les Sociétés commerciales, 151, 157.
Financial Company, 52.
Financing Company, 61, 181.
Finanzgesellschaft, 52.
Finanzierungsgesellschaft, 61.
Fixed Trusts, 59, **104 sqq.**
Fonction sociale (des sociétés de placement), 150.
Frais de constitution (des sociétés de participations), 265, 278, 281.
Frais généraux (dans les sociétés de placement), 252, 264.
Fusion de sociétés dans un Trust, 9, 176.

Gains d'estimation, 256.
Groupe industriel, 44.

Haltungsgesellschaft, 34.
Holding, 2, **33 sqq.**, 53, 153 sqq, 231 sqq., 260, 277 sqq.
Holding Investment Trusts, 132.
Hypoactionnaire, 164.

Impôt de guerre extraordinaire (en Suisse), 272.
Impôt sur le bénéfice net (en Suisse), 274.
Impôt sur les bénéfices commerciaux et industriels, 30, 258, 266.
Impôt sur le capital (en Suisse), 274.
Impôt sur le revenu des valeurs mobilières, 223 sqq.
Inflation de capital (dans un groupe de Sociétés emboîtées), 208.
Inflation de crédit (dans un groupe de Sociétés emboîtées), 213.
Influence des actionnaires (dans un groupe de Sociétés emboîtées), 165, sqq.
Intégration horizontale, 10.
— verticale, 11.
Intérêt cumulatif, 136, 254.
Investment Company, 15.
Investment Trust, 2, **15 sqq.**, 222 sqq., 282 sqq.
Investment Trust à droits de gestion limités, 94.
Investment Trust à gestion libre, 81.
Investment Trust à portefeuille demi-fixe, 94.

Investment Trust à portefeuille mobile, 81.
Investment Trust à portefeuille spécialisé, 99, 128.
Investment Trust du type discrétionnaire (ou général), **81 sqq.**
Investment Trust du type fixe (ou rigide), **104 sqq.**
Investment Trust du type semi-fixe (ou spécialisé), 80, **94 sqq.**, 128.

Junior Securities, 254.

Konzern, 12, 131.

Liquidation d'un groupe de Sociétés emboîtées, 172 sqq.

Management Trusts, 26, **80 sqq.**
Merger, 9.
Mobilité du domicile d'imposition des holdings, 241.
Monopôle, 9.
Mortgage and collateral loan companies, 62, 65.
Mortgage bond companies, 65.
Mouillage, 198.

Obligations (dans les Sociétés de placement), 87, 89, **255.**
Obligations participantes, 136.
Omnium, 41, **68 sqq.**
Operating company, 52.
Opérations à terme, 248.

Parent company, 155, 187.
Participation-contrôle, 215.
Participation (politique de) dans les Sociétés industrielles, 71.
Parts bénéficiaires (dans les Sociétés de placement), 254.
Parts de fondateur (dans les Sociétés de placement), 253 sqq.
Patente, 30.
Plus-values en capital, 49, 86, **257 sqq.**
Portefeuille des Sociétés de titres :
Composition, 203, 204, **249 sqq.**
Degré de liquidité, 87.
Dépréciation, 258.
Evaluation, 86.
Publicité, 249 sqq.
Portefeuille étranger de la France, 30.
Preference Stocks, 89.
Preferred Shares, 89.
Promoting companies, 61, 181.
Public utility holding company, 194.

- Rationalisation industrielle, 12, 35, 197, 289.
 Redevance des Mines, 225.
 Rendement (dans les Sociétés de placement), 49, **134 sqq.**
 Rendement net des valeurs françaises, 135.
 Réserves (importance des), 133, 135, 265.
 Responsabilité des Administrateurs, 159.
 Revalorisateurs, 149.
 Risques du placement en valeurs mobilières :
 Assurance, 118.
 Compensation, 112.
 Dispersion, 65.
 Division, 31, 125.
 Répartition, 29, 112, **125 sqq.**

 Securities holding company, 34.
 Security investment company, 16.
 Services publics (holdings de), 37, **193 sqq.**
 Shares of no par value, 261.
 Shintaku gaisha, 21.
 Société-actionnaire, 48.
 Société-administrateur, 157 sqq.
 Sociétés à portefeuille, 49.
 Sociétés d'assurance pour capitaux, 91.
 — d'assurances, 269.
 — de blocage de titres, 59, 61.
 — de capitalisation, 49, 269.
 — de contrôle, 51, **53 sqq.**, 153 sqq.
 — de crédit à long terme, 62 sqq.
 — de débarras, 142.
 — de défense, 54.
 — d'économie mixte, 39, 40.
 — d'épargne, 49.
 — de financement, 51, **61 sqq.**, 181, 260.
 — de gestion de portefeuilles, 76, 77.
 — de gestion de valeurs mobilières étrangères, 66 sqq.
 — de lancement, 60, 61, 181.
 — de maîtrise, 53.
 — de participation, 68 sqq.
 — de placement, 15, 16, **47 sqq.**, 70, 243 sqq.
 — de portefeuille, 49, 51, **66 sqq.**, 180.
 — de prise en charge de titres, 59 sqq.
 — de queue, 169.
 — de Sociétés, 156.
 — de spéculation, 51, 52.
 — de tête, 165.
 — de titres, 49.
 Société fiduciaire, 76.
 Société-fille (v. Filiales).
 Société financière, 62.
 Société foncière, 244.
 Société-mère, 155, 169, 172.
 Société-obligataire, 48.
 Société-toit, 187.
 State commissioner, 282 sqq.
 Stocks Trust, 56, 66.
 Substitution de titres, 50, 65, 77, 221 sqq.
 Substitution de dividendes, 221 sqq.
 Super-Trusts, 129 sqq.
 Surcapitalisation, 179, **198 sqq.**
 Syndicats financiers, 62, 181, 245.
 Syndicats d'émission, 62.
 — de garantie, 246.
 — d'introduction, 246.

 Tantièmes, 160, 161, 265.
 Taxe d'apprentissage, 30.
 Taxe sur le chiffre d'affaires, 30, 266.
 Trust, 2, **7 sqq.**, 176, 193.
 Trust cumulatif, 115.
 — flexible, 115.
 — horizontal, 100. 9
 — vertical, 11.
 Trust Deed (v. contrat de Trust).
 Trustee, 8, 283.
 Trustee Shares, 105.

 Ventes à tempérament, 26.
 Voting Trust, 56, **57**, 66.

 Watering, 198.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION ET PLAN	1
----------------------------	---

PREMIERE PARTIE

*Trois formes voisines de la concentration
industrielle et financière :
Trusts, Investment Trusts, Holdings*

CHAPITRE PREMIER. — <i>Les Trusts : aperçu économique</i>	7
1) Evolution de la signification du mot « trust »	8
2) Définition du Trust au sens large et actuel du mot	9
3) Trust horizontal et Trust vertical.....	10
4) Les Trusts et la rationalisation industrielle.....	12
5) Un exemple : le Trust chilien du nitrate de soude	13
CHAPITRE DEUXIÈME. — <i>Les Investment Trusts : aperçu historique et financier.....</i>	15
1) Objet des Investment Trusts ou Sociétés de placement	16
2) Naissance des Investment Trusts en Gr ^{de} -Bretagne	16
3) Développement des Investment Trusts :	
a) en Grande-Bretagne	19
b) au Japon	21
c) au Canada	22
d) aux Etats-Unis	22
4) Situation actuelle des Sociétés de placement en France	26
a) quelques exemples	27
b) obstacles fiscaux	30
5) Quelques exemples dans divers autres pays.....	31

CHAPITRE TROISIÈME. — *Les Holdings : aperçu historique*

<i>et économique</i>	33
1) Objet des Holdings ou Sociétés de contrôle.....	34
2) Les Holdings et la rationalisation industrielle....	35
3) Naissance des Holdings en Grande-Bretagne.....	35
4) Développement des Holdings :	
a) aux Etats-Unis	36
b) en dehors des Etats-Unis	38
5) Quelques exemples-types	39

DEUXIÈME PARTIE

*Les Sociétés de placement et Sociétés de contrôle
en face de l'épargne individuelle et de l'intérêt général*

TITRE PREMIER

LES SOCIÉTÉS DE PLACEMENT

CHAPITRE PREMIER. — <i>Définition et caractères spécifiques</i>	47
1) Nécessité d'une définition descriptive.....	48
2) La Société de placement est une Société de titres	49
Section I. — La Société de placement diffère des au-	
tres Sociétés de titres.....	50
A) Sociétés de spéculation.....	52
B) Sociétés de contrôle	53
a) Sociétés de contrôle pures	53
b) Sociétés de défense	54
1. — Généralités	54
2. — Un point de contact des sociétés de dé-	
fense avec :	
1° les « Voting Trusts » et les « Stocks	
Trusts » anglo-saxons	56
2° les « Caisses de virement et de compen-	
sation de titres » allemandes	58
3° les « Administratie Kantoren » hollandais	58
c) Sociétés de prise en charge et Sociétés de	
blocage de titres	59

C) Sociétés de financement	61
a) Sociétés de lancement	61
b) Sociétés de financement pures	61
c) Sociétés de crédit à long terme	63
D) Sociétés de portefeuille	66
a) Sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères	66
b) Sociétés de participations, ou Omniums	68
1. — Généralités	68
2. — Cumul, au sein d'une même entreprise, des caractères de plusieurs types de So- ciétés de titres	70
3. — Politique de participations des grandes entreprises industrielles contemporaines..	74
<i>Section II. — La Société de placement diffère des Sociétés de gestion de portefeuilles</i>	76
 <i>CHAPITRE DEUXIÈME. — Les divers types d'Investment</i>	
<i>Trusts ; leur fonctionnement</i>	79
<i>Généralités</i>	79
<i>Section I. — Investment Trusts du type discrétionnaire</i>	81
1) Généralités	81
2) Fonctionnement	83
3) Détail de la structure des Investment Trusts bri- tanniques	87
<i>Section II. — Investment Trusts du type semi-fixe..</i>	94
1) Généralités	94
2) Fonctionnement	94
3) Quelques exemples	95
a) Union Trust	95
b) Union Internationale de Placements	98
c) Sofinest	99
<i>Section III. — Investment Trusts du type fixe (Fixed Trusts)</i>	104
1) Généralités	101
2) Fonctionnement	106
3) Critique	109

CHAPITRE TROISIÈME. — *Le rôle des Sociétés de placement* 117

Section I. — Leur utilité pour les épargnants 117

Généralités 117

1. — La Société de placement confère la sécurité
du capital engagé 124

a) importance de la division des risques 126

b) critique des Investment Trusts spécialisés et
des super-Trusts 128

c) Cas de l'American Founders Corporation.... 129

d) Importance de la constitution de fortes ré-
serves 133

2. — La Société de placement assure la gestion
optima des capitaux engagés 133

1) Difficultés que présente la gestion scientifique
d'un portefeuille moderne 133

2) Résultats obtenus par les grands Investment
Trusts britanniques 137

Section II. — Leur place dans l'économie nationale et
internationale 140

1) Généralités 140

2) Les Sociétés de placement jouent le rôle de volant
et de frein compensateur 143

3) Elles donnent de l'élasticité au marché financier 144

4) Elles contribuent à l'expansion économique du
pays 147

5) Elles canalisent les petits capitalistes dont la
mentalité gêne les Sociétés industrielles 151

TITRE DEUXIÈME

LES SOCIÉTÉS DE CONTRÔLE

CHAPITRE PREMIER. — *Définition et caractères spécifiques* 153

1) Difficultés que présente une définition précise.... 153

2) La Société de contrôle est une Société de Sociétés 155

CHAPITRE DEUXIÈME. — *La Société de contrôle au point
de vue juridique* 157

<i>Section I.</i> — 1) Considérations générales	157
2) Délégation d'Administrateurs de la Société-mère au Conseil des filiales	158
3) Importance du droit de vote pour la Holding..	161
4) Actions à vote plural des filiales détenues par la Holding	164
<i>Section II.</i> — Droits des actionnaires de la Société- mère et des filiales	164
a) dans la gestion des Sociétés exploitantes	164
b) quant à la répartition des bénéfices	170
c) lors de la liquidation du groupe	172
 CHAPITRE TROISIÈME. — La Société de contrôle au point de vue économique	
1) Genèse habituelle d'une Holding	175
a) désagrégation d'une Société d'exploitation deve- nue trop grande	175
b) agrégation de Sociétés d'exploitation jusqu'alors indépendantes, quoique voisines	176
c) création de toutes pièces par une Société, ou un groupe de Sociétés	177
2) Généralités sur le rôle économique des Holdings..	180
 <i>Section I.</i> — Les Services que la Holding rend à ses filiales	
a) elle leur apporte un appui financier	181
b) elle leur prête son concours administratif et technique	183
 <i>Section II.</i> — Les Services que la Holding rend à l'industrie nationale	
a) elle fait profiter les industries nationales de commandes importantes	187
b) elle permet l'assainissement de toute une bran- che de l'industrie nationale	188
Exemple de la « Société Générale de l'Industrie horlogère suisse »	188
c) elle est un élément d'équilibre monétaire pour le marché financier national	191

<i>Section III. — Les Services que la Holding rend à</i>	
la Société	192
a) généralités	192
b) Cas des Holdings de services publics	193
c) Un écueil : la surcapitalisation	193
 CHAPITRE QUATRIÈME. — <i>La Société de contrôle et l'épargne individuelle</i>	201
Généralités	201
 <i>Section I. — Dangers pour les actionnaires de la</i>	
Société-mère	202
a) les titres de Holdings sont souvent des valeurs	
« obscures »	202
b) la Société-mère ne publie généralement pas la	
composition détaillée de son portefeuille	203
c) le bilan n'indique pas les créances et dettes ré-	
ciproques de la Société-mère et de ses filiales	204
d) la Société-mère ne présente pas à ses action-	
naires :	
1° le bilan détaillé de chacune de ses filiales....	205
2° un bilan général épuré de tout son groupe....	208
 <i>Section II. — Dangers pour les actionnaires des filiales</i>	211
a) quelques exemples d'abus au préjudice de ces	
actionnaires	211
b) conclusion : la « participation-contrôle » favo-	
rise les financiers au détriment des techniciens	215

TROISIÈME PARTIE

La législation des Sociétés de placement et Sociétés de contrôle

CHAPITRE PREMIER. — <i>Considérations générales</i>	221
Quelques principes	221
 <i>Section I. — Conséquences fiscales de la substitution</i>	
des titres et des dividendes	222

1) dans l'Investment Trust	222
a) importance excessive des prélèvements opérés par le fisc en France	223
b) améliorations de détail réalisées en matière d'impôt sur le revenu des valeurs mobilières	224
c) le système législatif français actuel demeure très imparfait	226
2) dans la Holding	231
<i>Section II. — Conséquences fiscales de la structure ju-</i>	
ridique spéciale des Holdings	236
1) au point de vue des rapports de droit entre la Société-mère et ses filiales	236
L'évasion fiscale	237
2) au point de vue des domiciles (fiscal et civil) de la Société-mère et de ses filiales	239
Nouvelles possibilités d'évasion fiscale	241
 <i>CHAPITRE DEUXIÈME. — Etude critique du projet de loi</i>	
<i>français sur les Sociétés de placement</i>	243
1) Objet propre des Sociétés de placement	244
2) Opérations financières interdites à ces Sociétés	245
3) Publicité de leur portefeuille	249
4) Capital minimum imposé	252
5) Interdiction d'émettre des actions privilégiées et des parts de fondateur	253
6) Distribution des plus-values réalisées	256
7) Evaluation du portefeuille	258
8) Interdiction des affermages de gestion	263
9) Suppression de la double imposition en matière d'impôt sur le revenu des valeurs mobilières	265
10) Conclusion : l'ensemble du projet constitue une amélioration certaine	267
 <i>CHAPITRE TROISIÈME. — Etude sommaire de quelques</i>	
<i>législations étrangères</i>	271
1) Suisse	271
a) généralités	272
b) exemple du Canton de Vaud	274

c) exemples des Cantons de Bâle-Ville, de Glarie, des Grisons et de Zurich	275
2) Grand-Duché de Luxembourg	276
3) Principauté de Liechstentein	279
4) Etats-Unis d'Amérique	282
a) généralités	282
b) exemple de l'Etat de Californie	282
5) Conclusion : il est difficile de légiférer en la ma- tière, mais un minimum de réglementation s'im- pose	285
CONCLUSIONS	287
Annexe : Texte du projet de loi français sur les Sociétés de placement	293
Bibliographie	297
Index alphabétique	303



BOSC FRÈRES, M. & L. RIOU

°° °° IMPRIMEURS - ÉDITEURS °° °°

°° 42, QUAI GAILLETON, 42 °°

°° °° °° °° LYON °° °° °° °°



